

MIGROS BANK



**ANLAGE-
ÜBERBLICK**

FEBRUAR 2024

**Sanfte
Landung!**

Inhalt

03 Editorial

Im Endanflug

04 Unsere Einschätzung

Die Turbulenzen lassen allmählich nach

06 Unsere Positionierung

«Bitte bleiben Sie angeschnallt!»

08 Unsere Prognosen

Der Rückenwind ist noch schwach

Im Endanflug

Geschätzte Leserin, geschätzter Leser



«Die Zeit vergeht wie im Flug.» Diese bekannte Redewendung kam uns in den Sinn, als wir uns an die Arbeit für den aktuellen Anlageüberblick machten. Eben noch begingen wir den Jahreswechsel und jetzt befinden wir uns bereits in der Mitte des Februars.

Der Vergleich mit einem Flug passt aber nicht nur bezüglich der schnell vergehenden Zeit. Er drängt sich auch auf, wenn man sich noch einmal 2023 in Erinnerung ruft. Denn es war in vielerlei Hinsichten ein turbulentes Jahr, das – um beim Bild zu bleiben – die Maschine zwischenzeitlich ordentlich durchschüttelte. Geopolitische Krisen, durchzogene Konjunkturmeldungen und nicht zuletzt ein Leitzinsniveau, das vielerorts auf ein historisch hohes Niveau kletterte: Die Anlegerinnen und Anleger waren gut beraten, die Sitzgurte zu schliessen und die Rückenlehne in die aufrechte Position zu bringen.

Angesichts dieses holprigen Fluges stellt sich die Frage, ob wir uns auch auf eine harte und ungemütliche Landung einstellen müssen. Der stotternde Wirtschaftsmotor in der Eurozone im Allgemeinen, der heftige Konjunkturgegenwind in Deutschland im Besonderen und natürlich die Frage, wie die US-Wirtschaft das höchste Zinsniveau seit 23 Jahren zu absorbieren vermag, haben die Befürchtungen eines harten Aufsetzens allenthalben hochgehalten.

Gerade mit Blick auf die USA waren und sind wir indes der Meinung, dass die Angst vor einer ausgesprochen harten Landung nicht angezeigt ist. Die amerikanische Wirtschaft hielten wir stets für widerstandsfähig genug, um dem geldpolitischen Gegenwind auch im Landeanflug zu trotzen.

Ob die damit implizierte sanfte Landung gelingt, ob sogar ein butterweiches Aufsetzen bevorsteht und was diese Schlussphase des Fluges für die übrigen Wirtschaftsräume und die Finanzmärkte bedeutet, erfahren Sie auf den folgenden Seiten. Um bereits etwas vorwegzunehmen: So übel sieht der Landeanflug bislang gar nicht aus.

In diesem Sinne: Lehnen Sie sich zurück und schauen Sie aus dem Fenster. Oder noch besser: Lesen Sie unseren Anlageüberblick.

Ich wünsche Ihnen «Happy Landing» und eine spannende Lektüre.

Herzlich

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Santosh Brivio,
Senior Economist

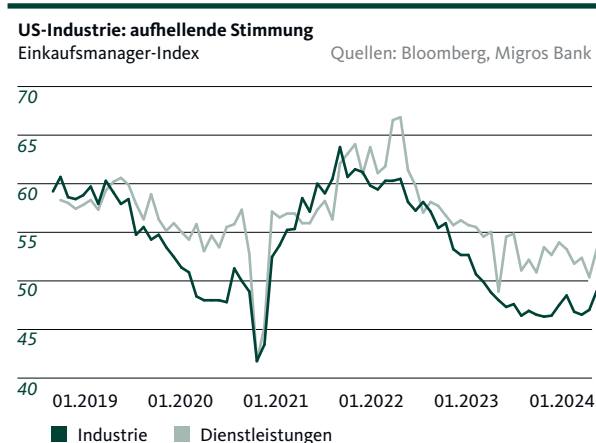
Die Turbulenzen lassen allmählich nach

Während in Europa die Konjunkturerholung langsam an Breite gewinnt, hält sich die US-Wirtschaft weiterhin bemerkenswert solide. Die von der Fed angestrebte sanfte Landung scheint bilderbuchmässig zu glücken. Das kommt auch der Schweizer Wirtschaft zugute.

Wäre Jerome Powell Linienspilot, würden die Passagierinnen und Passagiere applaudieren. Denn dem Fed-Chef scheint zu gelingen, was ihm kaum jemand zugetraut hat: Trotz der rasanten Anhebung des Leitzinses auf das höchste Niveau seit 23 Jahren kam es nicht zum Konjunkturéinbruch. Im Gegenteil: Die US-Wirtschaft ist drauf und dran, nicht nur zu einer sanften, sondern sogar zu einer butterweichen Landung anzusetzen.

USA: Der Wirtschaftsmotor brummt

So hat der Einkaufsmanager-Index für die Industrie sein Tief vom letzten Sommer deutlich hinter sich gelassen und nähert sich wieder der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Währenddessen hält sich sein Pendant für den Dienstleistungssektor nicht nur komfortabel in der Wachstumszone, sondern konnte im neuen Jahr sein Polster sogar deutlich vergrössern. Gleichzeitig zeigt sich die Konsumnachfrage anhaltend robust und der Pessimismus der wichtigen Klein- und Mittelunternehmen ist am Abnehmen.

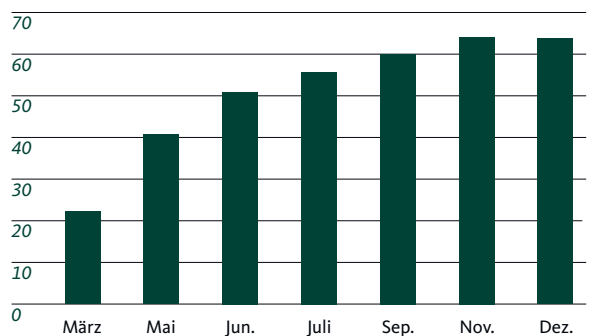


Auch wenn die US-Wirtschaft das Tempo des letzten Halbjahres kaum halten dürfte, ist bei dieser Ausgangslage ein hartes Aufsetzen sehr unwahrscheinlich geworden. Vielmehr manifestiert sich die von uns stets erwartete Rezessionsvermeidung.

Zinssenkungen: weniger und später?

Wir sehen uns folglich zudem in unserer Erwartung bestärkt, dass die Zinssenkungshoffnungen an den Finanzmärkten überzogen waren und – trotz der jüngsten Korrekturbewegung – immer noch zu ambitioniert sind. Die US-Wirtschaft und insbesondere der Arbeitsmarkt befinden sich noch in einer zu starken Verfassung, als dass die Fed mit einer zu schnellen geldpolitischen Lockerung ein erneutes Aufflackern der Inflation riskieren wird. Wir rechnen weiterhin erst für Sommer mit einem Zinssenkungsschritt.

Nachlassende Zinssenkungshoffnungen
Veränderung der marktimpliziten Zinserwartung (29.12.–14.2.), in Bps
Quellen: Bloomberg, Migros Bank

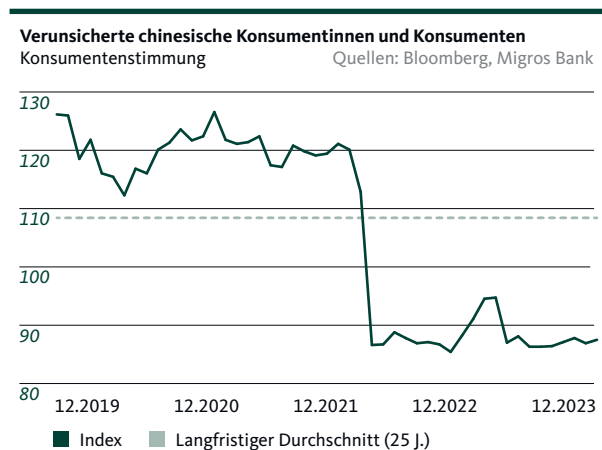


Ein später einsetzender und moderater ausfallender Zinssenkungszyklus mag an den Aktienmärkten für gewisses Unbehagen sorgen, da der aktuelle Höhenflug wohl zu einem grossen Teil auch von der Hoffnung auf bald wieder günstigere

Liquidität getrieben wird. Für die Weltwirtschaft kommt die unterliegende Stärke der amerikanischen Wirtschaft aber zum richtigen Zeitpunkt.

China: Die Krise dauert an

Denn China befindet sich in einer hartnäckigen Schwächephase, die nicht so bald ausgestanden sein wird. Zu sehr belastet die weiter schwelende Immobilienkrise die Binnenwirtschaft, zu schwach bleibt vorerst die Auslandsnachfrage und zu stark ist der Schatten, den eine mögliche Wiederwahl von Donald Trump mit seinem harten Chinakurs vorauswirft. Kommt hinzu, dass China spürbar in der internationalen Investorengunst gesunken ist. Nicht unwahrscheinlich ist zudem, dass der Immobilienriese Evergrande nicht sauber abgewickelt wird, sondern primär die Interessen der Kommunistischen Partei gewahrt werden. Dies dürfte das Anlegervertrauen weiter schwinden lassen.



Schweiz: USA als Stabilisator

Vor dem Hintergrund der chinesischen Wachstumsschwäche erweist sich die robuste US-Konjunktur für die Schweizer Wirtschaft als umso wertvoller. Denn die international ausgerichteten Unternehmen müssen nicht nur mit einem starken Franken und einem schwächelnden China zu recht kommen, sondern sehen sich weiterhin mit einer europäischen Wirtschaftslage konfrontiert,

die durchzogen bleibt. Zwar klärt der Himmel über der Eurozone insgesamt auf. Herausfordernd bleibt aber, dass mit Deutschland der wichtigste Schweizer Handelspartner in einer veritablen Krise steckt, aus dem er nur mühsam wieder herausfindet. Politische Orientierungslosigkeit, latente Energieprobleme oder immense gesellschaftliche Herausforderungen bilden einen ungeniessbaren Cocktail für die deutsche Wirtschaft, den sie kaum vor dem zweiten Quartal verdaut haben wird.

SNB: kein Handlungsdruck

Dass mit der US-Konjunktur also nicht der Motor jenes Handelspartners abgewürgt wird, dessen Anteil 13 Prozent am Aussenhandel ausmacht, trägt zur Stützung des Schweizer Wirtschaftswachstums bei. Dieses fällt für 2024 mit rund 1,2 Prozent stark genug aus, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) keinen Druck zur geldpolitischen Lockerung verspürt. Bei unter Kontrolle gehaltener Inflation, überschaubaren Rezessionsrisiken und einem historisch gesehen moderaten Leitzinsniveau gibt es wenig Grund für eine expansivere Geldpolitik.

Wir rechnen daher weiter frühestens für September mit einer (25 Bps) Zinssenkung der SNB. Damit sind die Schweizer Währungshüter gemächlicher unterwegs als ihre Kolleginnen und Kollegen in Frankfurt. Denn die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte bereits im Juli eine Zinssenkung beschliessen. Wie bei der Fed halten wir auch für die EZB die Markterwartungen für überzogen, welche für den Frühling von einer ersten Senkung ausgehen. Hierfür ist die Gefahr von Inflationsrückschlägen aus geopolitischen Gründen aber auch aufgrund des zunehmenden Lohn-Preis-Drucks noch zu hoch. Insofern gilt auch für die Inflation in der Eurozone, dass die Turbulenzen zwar deutlich geringer geworden sind. Ganz verschwunden sind sie aber weiterhin nicht.

«Bitte bleiben Sie angeschnallt!»

Angesichts geopolitischer Risiken sowie der Diskrepanz zwischen den Markterwartungen und dem von uns prognostizierten Kurs der Zentralbanken bleibt unser Portfolio leicht defensiv ausgerichtet. Die Allokation lassen wir im Vergleich zum Vormonat unverändert.

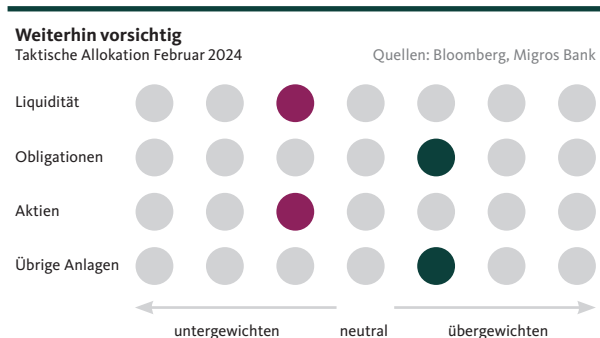
Die jüngsten Wirtschaftszahlen bieten einen Lichtschimmer: Die Wahrscheinlichkeit einer harten Landung der US-Wirtschaft nimmt weiter ab und wir rechnen nach wie vor nicht mit einer Rezession in der Eurozone. Deshalb erhöhen wir für beide Märkte die Aktienquote.

In den letzten Monaten führte der Rückgang der Inflation zur Hoffnung der Marktteilnehmenden auf baldige Zinssenkungen: Entgegen dieser Erwartungen gehen wir weiterhin von einem vorsichtigeren Kurs der EZB und der Fed aus und rechnen mit einer Zinswende ab dem Sommer. Werden die Zinserwartungen aber nicht erfüllt, sind Rückschläge an den Finanzmärkten nicht auszuschliessen. Darüber hinaus stellt die Geopolitik ein weiteres Risiko dar, das zur Vorsicht mahnt. Die ungewisse Entwicklung und der offene Ausgang des Ukraine-Krieges sowie die Gewalteskalation im Nahen Osten bergen das Risiko erneuter Lieferengpässe und Preissteigerungen. Daher lassen wir sozusagen die Sitzgurte noch angeschnallt und erachten eine leicht defensive Positionierung weiterhin als angemessen.

Obligationen

Die Hoffnung auf baldige Zinssenkungen sorgt weiterhin für Turbulenzen an den Rentenmärkten. Nach dem Einbruch der Renditen entlang der gesamten Zinskurve gegen Ende des letzten Jahres kam es zu einer teilweisen Korrektur der Erwartungen, da deutlich wurde, dass die EZB und die Fed Zinssenkungen noch für verfrüht halten. Aufgrund unserer Überzeugung, dass die Leitzinsen länger als von den Marktteilnehmenden antizipiert auf dem derzeitigen Niveau verharren werden, sehen wir nach wie vor ein gewisses Enttäuschungspotenzial und gehen von einer anhaltend erhöhten Volatilität aus.

Wir halten an unserer leichten Übergewichtung dieser Anlageklasse fest und bevorzugen dabei Obligationen von hoher Qualität und eher kurzer Duration. In geografischer Hinsicht bleibt die Untergewichtung der Anleihen in Schweizer Franken bestehen: Überzogenen Zinserwartungen und erhöhte Nachfrage als Sicherer-Hafen-Anlage dämpfen deren Renditen. Dagegen profitieren wir von hohen Renditeniveaus in der Eurozone und in den USA.



Aktien

An den Aktienmärkten hat das Jahr gut angefangen. Die Hoffnung auf baldige und umfangreiche Zinssenkungen durch die Notenbanken und die sich immer stärker abzeichnende sanfte Landung der grössten Volkswirtschaft verleihen den Aktienkursen Aufwind. Am meisten konnte der amerikanische Aktienmarkt zulegen: Mitte

Februar überstieg der breite Index S&P 500 erstmalig die 5000-Punkte-Marke und verzeichnete somit ein neues Allzeithoch. Auch der paneuropäische Index STOXX Europe 600 notiert nah am Höchststand. Dagegen ist der Schweizer Aktienmarkt deutlich zurückgeblieben und konnte seit Anfang Jahr nur geringfügig zulegen.

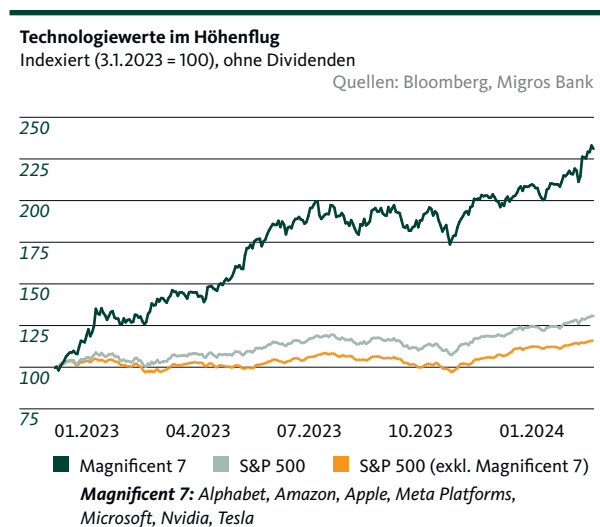
Die aktuellen Marktbewegungen sind häufig nicht breit abgestützt, sondern auf einige «heisse» Bereiche wie die künstliche Intelligenz zurückzuführen. Die noch laufende Berichtssaison ist bisher mehrheitlich verhalten verlaufen und es kam vereinzelt zu Enttäuschungen, insbesondere bei zyklischen Werten. Solche «Bad News» werden in naher Zukunft nicht verschwinden, da trotz sanfter Landung die Konjunktur abkühlen wird. Daher gehen wir von einem anhaltenden Margendruck und nur moderaten Gewinnaussichten aus. Wir setzen tendenziell auf defensive Titel und bleiben ausser im Heimmarkt Schweiz leicht untergewichtet.

Bei den Rohstoffen behalten wir die taktische Untergewichtung angesichts der nach wie vor schwachen Nachfrage infolge der Konjunkturfalte im globalen Industriesektor bei.

Das Engagement in Immobilienfonds bleibt ein wichtiger Bestandteil unserer Allokation, wobei wir zwischen dem Inland (Übergewichtung) und dem Ausland (Untergewichtung) differenzieren. Aufgrund des raschen Zinsanstiegs kamen die Renditen der ausländischen Immobilienfonds unter Druck, da die angestiegenen Finanzierungskosten und der damit einhergehende Nachfragerückgang zu Korrekturen bei den Immobilienpreisen führten.

Der schweizerische Immobilienmarkt hingegen hat keine eigentliche Preiskorrektur verzeichnet und die hiesigen Immobilienfonds erzielen eine attraktive Rendite. Die Hauptgründe dafür sind die tiefe Bautätigkeit und eine durch die Zuwanderung gestützte Nachfrage.

Insgesamt behalten wir damit das leichte taktische Übergewicht bei den Alternativen Anlagen bei, was uns nicht zuletzt angesichts der noch nicht gänzlich überwundenen Turbulenzen weiterhin die angezeigte Positionierung scheint.



Alternative Anlagen

Gold bleibt ein wichtiges Diversifizierungselement für unser Portfolio – insbesondere im aktuellen Anlageumfeld, das durch geopolitische Spannungen und überzogene Zinssenkungserwartungen geprägt ist.

Der Rückenwind ist noch schwach

BIP-Wachstum

in % ggü. Vorquartal

	aktuell (3Q23)	4Q23	1Q24
Schweiz	0,3	0,2	0,3
Eurozone	-0,1	0,0	0,1
USA (annualisiert)	4,9	3,3	2,2

BIP-Wachstum

in % ggü. Vorjahr

	aktuell (2022)	2023	2024
Schweiz	2,7	0,8	1,2
Eurozone	3,4	0,5	0,6
USA	1,9	3,1	1,7

Konsumentenpreise

in % ggü. Vorjahr

	aktuell (13.2.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,3	1,9	1,6
Eurozone	2,8	2,4	2,2
USA	3,1	3,0	2,5

Leitzinsen

in %

	aktuell (13.2.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,75	1,75	1,50
Eurozone	4,50	4,50	3,75
USA	5,50	5,50	4,75

Renditen zehnjähriger Anleihen

in %

	aktuell (13.2.)	in 3M	in 12M
Schweiz	0,9	0,8	0,9
Deutschland	2,4	2,3	2,1
USA	4,2	4,1	4,1

Währungen

	aktuell (13.2.)	in 3M	in 12M
EURCHF	0.94	0.93	0.94
EURUSD	1.08	1.06	1.04
USDCHF	0.88	0.88	0.90

Commodities

	aktuell (13.2.)	in 3M	in 12M
Rohöl (Brent) in USD pro Fass	82	81	85
Gold in USD pro Feinunze	2020	2000	1950

Quellen: Bloomberg, Migros Bank

Konjunktur

Den USA gelingt die sanfte Landung und sie halten ein nachlassendes, aber robustes Wachstum aufrecht. Dies stützt auch die Schweizer Wirtschaft, in einer Zeit, in der die Aussenhandelsimpulse aus Europa und China überschaubar bleiben. In der Eurozone hellt sich der Konjunkturmorgen vorsichtig auf. Deutschland bleibt vorerst ein Wachstumssorgenkind.

Inflation

Die Teuerungstendenz bleibt deutlich gedämpft und kann sogar zwischenzeitliche Ausschläge nach oben verzeichnen. In den USA und im Euroraum ist das Inflationsgespenst noch nicht vertrieben. In der Schweiz bewegt sich die Teuerung nahe am Ziel der SNB von 2 Prozent.

Zinsen

Die marktimpliziten Zinssenkungserwartungen halten wir weiter für überzogen. Wir rechnen damit, dass die Fed im Sommer den Zinssenkungszyklus einleiten wird, gefolgt von der EZB. Die SNB wird frühestens im Herbst eine leichte Senkung vornehmen.

Mangels starker konjunktureller und geldpolitischer Impulse notieren die Kapitalmarktzinsen vorerst innerhalb einer engen Handelsspanne.

Währungen

Die Markterwartungen bezüglich der Fed-Zinssenkung dürfte weiter zurückkommen. Das sollte dem US-Dollar in den nächsten Monaten leichte Unterstützung verschaffen. Der Euro ist im aktuellen Umfeld nach unten relativ gut abgesichert, ein deutliches Ausbrechen nach oben zeichnet sich aber nicht ab. Die Frankenstärke hält insgesamt an.

Herausgeberin

Migros Bank AG
Investment Office
Postfach
8010 Zürich

Kontakt

Santosh Brivio, Senior Economist | santosh.brivio@migrosbank.ch
Valentino Guggia, Economist | valentino.guggia@migrosbank.ch

14. Februar 2024

Disclaimer

Die in dieser Publikation der Migros Bank AG enthaltenen Informationen dienen zu Werbe- und Informationszwecken gemäss Art. 68 des Finanzdienstleistungsgesetzes. Sie sind nicht das Ergebnis einer (unabhängigen) Finanzanalyse. Die darin enthaltenen Informationen begründen weder eine Aufforderung, ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf und Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Durchführung bestimmter Transaktionen oder zum Abschluss eines anderen Rechtsgeschäfts, sondern haben ausschliesslich beschreibenden, informativen Charakter. Die Informationen stellen weder ein Kotierungsinserat, ein Basisinformationsblatt noch einen Prospekt dar. Insbesondere stellen sie keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Sie berücksichtigen weder Anlageziele, das bestehende Portfolio noch die Risikobereitschaft oder Risikofähigkeit oder finanzielle Situation oder andere besondere Bedürfnisse der Empfängerin oder des Empfängers. Die Empfängerinnen und Empfänger sind ausdrücklich aufgerufen, ihre allfälligen Anlageentscheide aufgrund eigener Abklärungen inklusive Studium der rechtsverbindlichen Basisinformationsblätter und Prospekte oder auf der Informationsbasis einer Anlageberatung zu treffen. Die rechtsverbindlichen Produktdokumentationen sind, sofern diese vorgeschrieben und vom Emittenten bereitgestellt wurden, über migrosbank.ch/bib erhältlich. Die Migros Bank übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit bzw. die Vollständigkeit der vorliegenden Informationen und lehnt jegliche Haftung für allfällige Verluste oder Schäden irgendwelcher Art ab, welche durch den Gebrauch dieser Information entstehen könnten. Die vorliegenden Informationen stellen lediglich eine Momentaufnahme im aufgedruckten Zeitpunkt dar; es erfolgen keine automatischen, regelmässigen Anpassungen.