



Anlageüberblick Juni 2023

## Mühselige Schlussetappe

Die globale Konjunkturlage präsentiert sich zur Jahresmitte merklich eingetrübt. Insbesondere die Eurozone, aber auch die USA stehen im Gegenwind. Eine weiterhin defensiv ausgerichtete Positionierung bleibt daher angezeigt.

### In Kürze

#### Unsere Einschätzung

Der Zinsgipfel rückt  
näher

#### Unsere Positionierung

Wir halten an der  
leicht defensiven  
Ausrichtung fest

#### Unsere Prognosen

Der  
Wirtschaftsmotor  
stottert

## Der Zinsgipfel rückt näher

Wer Ausdauersport betreibt, kennt das vermutlich: Die Schlussetappe wird nochmals eine zähe Angelegenheit. Das Ziel ist zwar nicht mehr weit, doch sowohl Körper als auch Geist sind müde, und hinter der herbeigesehnten vermeintlich letzten Kurve lauert zu oft eine weitere Biegung oder ein weiterer Anstieg.

Ähnlich präsentiert sich die Lage derzeit auch mit Blick auf die Geldpolitik. Das Ziel – der Zinsgipfel – ist zwar sehr nahe gerückt. Doch die Gefahr bleibt, dass auf den erhofften letzten Rank doch noch ein weiterer folgen wird.

## Die klebrige Kerninflation bleibt eine Herausforderung

Am stärksten trifft diese Situation wohl auf die Fed zu. Nach der steilsten Zinsanhebung seit den 1980er Jahren ist die US-Notenbank der Zielgerade so nahe wie kaum eine der grossen Notenbanken. Doch trotz einer Leitzinserhöhung von 500 Basispunkten auf aktuell 5,25 Prozent (Upper Bound) tut sich vor dem Zinsgipfel wahrscheinlich doch nochmals eine weitere Kurve in Form einer abermals notwendigen Zinserhöhung auf. Grund dafür ist in erster Linie die hartnäckige Kerninflation, die aufgrund der erstaunlich widerstandsfähige US-Konjunktur und des anhaltend überhitzten Arbeitsmarktes auf einem zu hohen Niveau kleben bleibt.

Weiter vom Ziel entfernt als die Fed befindet sich die Europäische Zentralbank (EZB). Zwar hat sich die Jahresteuierung in der Eurozone mit zuletzt 6,1 Prozent deutlich von ihrem Rekordstand von 10,6 Prozent (Oktober 2022) gelöst. Sie liegt aber nach wie vor massiv über der anvisierten Marke von knapp 2 Prozent, und die Kernrate von aktuell 5,3 Prozent notiert fernab des für die EZB tolerierbaren Bereichs. Sie wird somit nicht umhinkommen, mittels weiteren Zinsschritten Gegensteuer zu geben.

## Kompromisslose SNB

Ebenfalls noch nicht auf die Zielgerade eingebogen ist die Schweizerische Nationalbank (SNB). Zwar mutet hierzulande der Preisauftrieb mit einer Jahresrate von 2,2 Prozent (Kernrate 1,9 Prozent) vergleichsweise moderat an. Sie liegt aber doch über der SNB-Zielmarke von knapp 2 Prozent und ist den Schweizer Währungshütern damit ein Dorn im Auge. Denn das SNB-Direktorium hat in der Vergangenheit unmissverständlich und kompromisslos zur Wahrung des Preisstabilitätsmandats bekannt. Bis zum Jahresende ist somit auch in der Schweiz noch mit einem bis zwei Zinsschritten zu rechnen, zumal die hiesige Wirtschaft diese absorbieren kann, ohne in ein rezessives Terrain abzurutschen.

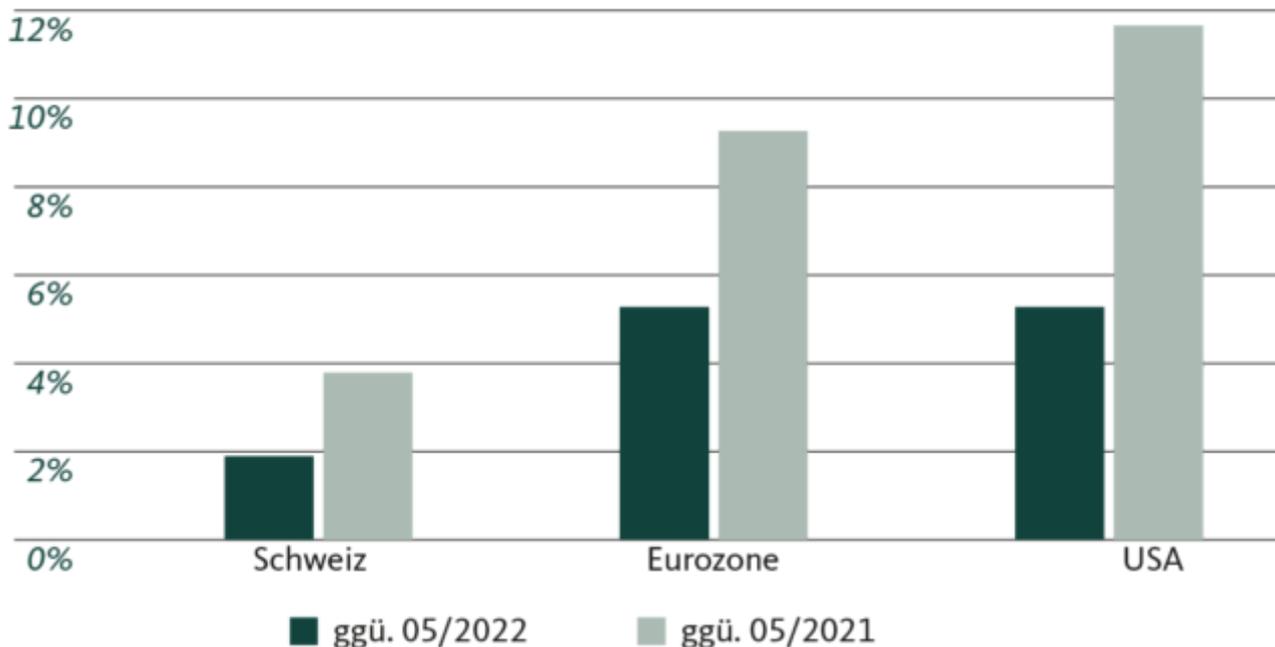
Dennoch führt das gestiegene und weiter steigende Zinsniveau auch bei der Schweizer Konjunktur zur Bremseffekten. Nach dem starken Quartalswachstum von 0,3 Prozent im ersten Jahresviertel wird daher die Konjunkturdynamik vorerst an Fahrt verlieren.

Aufgrund der relativ niedrigen Inflation ist jedoch nicht von einer gravierenden Erosion der privaten Konsumnachfrage als entscheidender Wachstumstreiber auszugehen. Ins Gewicht fällt vielmehr der starke konjunkturelle Gegenwind insbesondere im europäischen Ausland. Die dort weiterhin deutlich überschüssende Inflation – die sich unter Ausklammerung von Basiseffekten wenn überhaupt nur geringfügig entspannt hat – verhindert vorderhand eine weitere Wirtschaftserholung und kann sogar für negative Wachstumsphasen sorgen. Als exportorientierte und offene Volkswirtschaft kann sich die Schweiz diesem Umfeld zu einem gewissen Grad nicht entziehen.

### Inflationsrückgang: Nicht zu unterschätzende Basiseffekte

Kernteuerungsrate im Mai

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



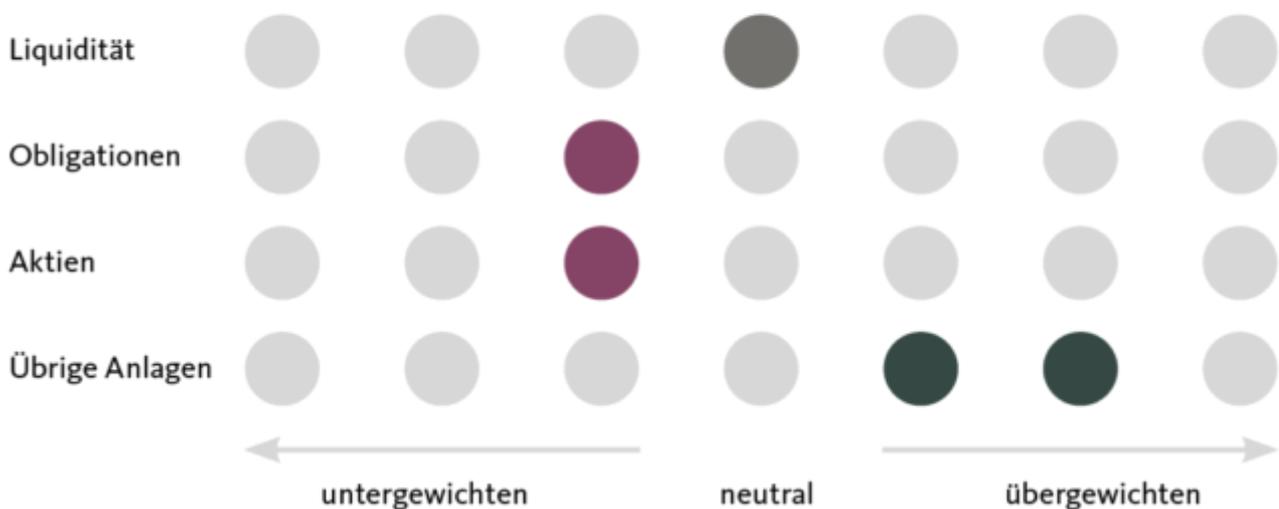
Ja, die Geldpolitik ist vielerorts auf den letzten Streckenabschnitt des Zinserhöhungszyklus eingebogen. Es dauert jedoch noch etwas bis der Gipfel definitiv erreicht wird. Gleichzeitig geht die Zielerreichung auf teils erheblichen Kosten der Wirtschaftsaktivität. Die Schlussetappe ist und bleibt mühselig.

## Wir halten an der leicht defensiven Ausrichtung fest

Die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf sind von Wachstums- und Inflationsrisiken geprägt. Die Inflationsbekämpfung bleibt weiterhin zuoberst auf der Prioritätenliste der Zentralbanken. Es gilt, die Gefahr der Lohn-Preis-Spirale zu bannen, ohne die Konjunktur zu stark abzukühlen. So bleibt das Anlageumfeld vorerst angespannt. Wir halten deshalb an unserer leicht defensiven Ausrichtung des Portfolios fest.

### Taktische Asset Allocation

Leichtes Untergewicht bei Obligationen



### Obligationen

Der Straffungszyklus der Zentralbanken neigt sich dem Ende zu. Es ist noch mit einigen Schritten im laufenden Jahr zu rechnen, aber im nächsten Jahr werden die ersten Lockerungen stattfinden. Deshalb weisen die Zinskurven invertierte Elemente auf. Kurzfristig werden die bevorstehenden und bereits eingepreisten Zinserhöhungen zu höheren Renditen führen, während auf längere Sicht dank der erwarteten Entspannung bei der Inflation, der Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten sowie die Lockerung der Geldpolitik mit tieferen Renditen der langfristigen Anleihen zu rechnen ist. Insbesondere in den USA dürfte das Renditeniveau aufgrund von politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit sowie infolge der Fed-Bilanzabschmelzung erhöht bleiben. Wir ändern vorerst nichts an der leichten Untergewichtung der Anlageklasse.

## Aktien

Trotz der wirtschaftlich unsicheren Lage haben die Aktienmärkte seit dem Jahresanfang deutlich zugelegt. Unternehmensgewinne sind besser als befürchtet ausgefallen und in der Schweiz und in den USA ist der private Konsum robust geblieben. Der Anstieg der Börsenkurse ist allerdings nicht breit aufgestellt, sondern eher auf die Rally von Tech-Unternehmen zurückzuführen. Für die kommenden Monaten gehen wir von einer Wachstumsabkühlung aus, welche die Margen und Unternehmensgewinne unter Druck bringt. Angesichts erhöhten Rezessionsrisikos halten wir am leichten Untergewicht bei den Aktien fest.

## Alternative Anlagen

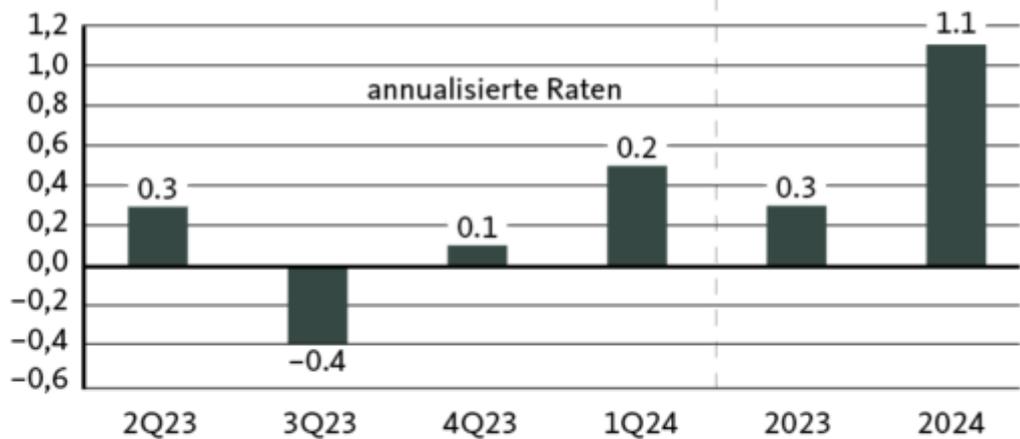
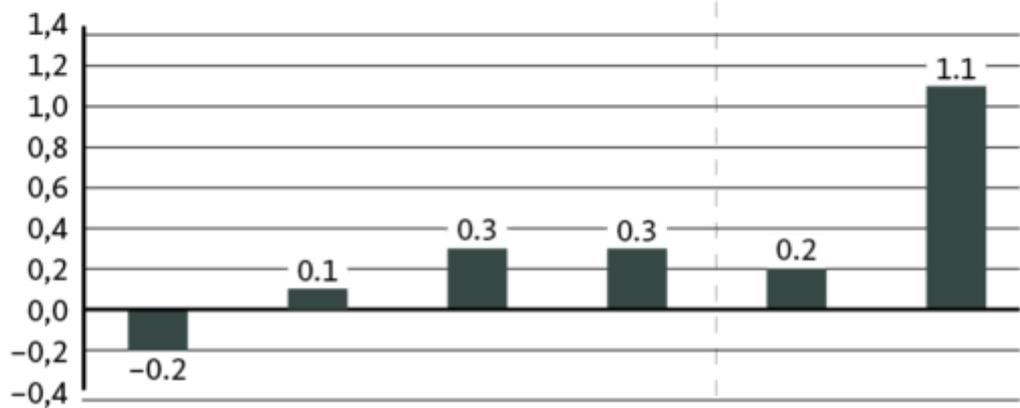
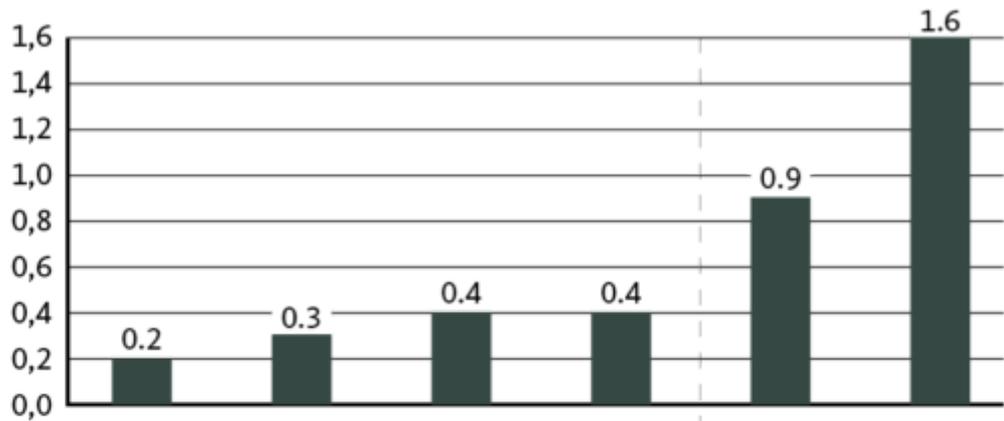
Die internationalen Immobilienmärkte bleiben aufgrund der hohen Zinsen und des wirtschaftlichen Gegenwinds unter Druck. Dies gilt nach wie vor nur sehr bedingt für den Schweizer Immobilienmarkt, der sich – unterstützt durch die anhaltend hohe Nachfrage sowie das knappe Angebot – erstaunlich robust zeigt. Wir halten deshalb an Schweizer Immobilien als wichtige Portfoliobeimischung fest. Daneben setzen wir nach wie vor auf Gold als diversifizierendes Portfolioelement in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld.

Unsere Prognosen

## Der Wirtschaftsmotor stottert

## BIP-Wachstum

in % ggü. Vorquartal



■ bereits realisiert ■ Prognosen

## Leitzinsen

in %

	aktuell (16.6.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,50	1,75	2,00
Eurozone	4,00	4,25	3,75
USA	5,25	5,50	3,75

## Konjunktur

Die globale Konjunktursituation bleibt über die Sommermonate von erheblichen Bremseffekten geprägt. Am stärksten wirken sich diese in der Eurozone aus, wo die wichtige private Konsumnachfrage unter der anhaltend hohen Inflation ächzt, während das steigende Zinsniveau zunehmend Sand in das Getriebe des Wirtschaftsmotors streut.

In den USA zeigt sich die Konjunktur bislang erstaunlich «trotzig» gegenüber den massiven Bremsversuchen der Fed. Insbesondere der Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin unbeeindruckt und befindet sich nach wie vor in einem überhitzten Zustand. Trotz der zuletzt sich stark eintrübenden Vorlaufindikatoren halten wir vor diesem Hintergrund an unserem Basisszenario fest, wonach die US-Wirtschaft an einer scharfen Rezession vorbeischrappen dürfte.

Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in einem vergleichsweise robusten Zustand. Nach dem starken Auftaktsquartal fordern das erhöhte Zinsniveau und das schwierige globale Konjunkturmilieu aber auch hierzulande seinen Tribut – das Wachstum wird spürbar an Schwung verlieren. Rückhalt verleiht der Schweizer Konjunktur aber weiter das starke Gewicht von defensiven Branchen und die intakte private Konsumnachfrage. Eine Rezession zeichnet sich nach wie vor nicht ab.

## Inflation

Die überschüssige Inflation befindet sich in weiten Teilen der westlichen Welt auf dem Rückzug. Dieser nachlassende Inflationsdruck ist unseres Erachtens aber mit Vorsicht zu geniessen: Erstens notieren die Teuerungsraten weiterhin deutlich über den von den Notenbanken anvisierten Zielmarken und insbesondere die Kernraten erweisen sich als hartnäckig klebrig. Zweitens ist der Inflationsrückgang zu einem wesentlichen Teil Basiseffekten geschuldet und der tatsächliche Kaufkraftverlust bleibt insbesondere in Europa eine erhebliche Konjunkturbelastung. In der Währungsunion bleibt vor diesem Hintergrund die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale wie in den USA erhöht.

## Leitzinsen

Der Zinsgipfel rückt näher. Aber weder in der Schweiz, noch in den USA oder in der Eurozone ist er bereits erreicht. Für alle drei Wirtschaftsräume rechnen wir jedoch nur noch mit einer überschaubaren Erhöhung, die im weiteren Jahresverlauf abgeschlossen sein wird. Nach wie vor erwarten wir für 2023 keine Zinssenkung.

## Kapitalmarktzinsen

Den starken Rückgang der Rendite zehnjähriger Eidgenossen erachten wir in diesem Ausmass als nicht nachhaltig. Angesichts der Unsicherheiten in der Währungsunion verorten wir für die europäischen Staatsanleihen kurzfristig einen nach oben gerichteten Zinsdruck, dem sich auch die Schweizer Papiere nicht entziehen können.

Für die US-Treasuries erwarten wir ein anhaltend erhöhtes Rendite-Niveau. Dies aufgrund des konjunkturellen Gegenwindes, den Unsicherheiten im Zuge des anlaufenden Präsidentschaftswahlkampfes und der weiteren Bilanzabschmelzung der Fed.

## Währungen

Aufgrund der fragilen Lage der US-Konjunktur und die von den Märkten bereits eingepreiste Zinssenkungen in der unmittelbaren Zukunft, wird der Dollar tendenziell unter Druck bleiben. Insgesamt dürfte der Greenback jedoch die Talsohle hinter sich gelassen haben und nach unten nicht zuletzt aus Zinsdifferenz-Gründen abgesichert bleiben.

Den Euro erwarten wir aus konjunkturellen und strukturellen Gründen gegenüber dem Schweizer Franken weiterhin im Hintertreffen. Eine Rückkehr zur Parität zeichnet sich bei EUR/CHF vorerst nicht ab.

## **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 Rechtsgeschäftes, sondern haben ausschliesslich beschreibenden, informativen Charakter. Die Informationen stellen weder ein Kotierungsinsert, 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 des Empfängers. Der

Empfänger ist ausdrücklich aufgerufen, seine allfälligen Anlageentscheide auf Grund 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](https://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.

19. Juni 2023

© Migros Bank, Santosh Brivio (Einschätzung und Prognosen), Valentino Guggia (Positionierung)



## Santosh Brivio

Santosh Brivio ist Senior Economist der Migros Bank. Er befasst sich mit der Analyse der Makro- und Konjunkturentwicklung sowie dem Geschehen an den Finanzmärkten.



## Valentino Guggia

Valentino Guggia ist Ökonom bei der Migros Bank. Er befasst sich mit der Analyse der Makro- und Konjunkturentwicklung sowie dem Geschehen an den Finanzmärkten.