

Februar 2024

Kernaussagen

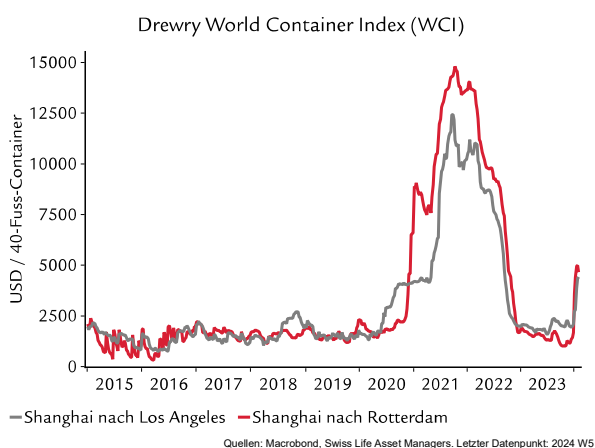
- Angriffe im Roten Meer führen zu höheren Transportkosten, jedoch mit eingedämmten Inflationsrisiken
- Umfragewerte deuten darauf hin, dass die USA besser ins Jahr 2024 gestartet sind als Europa
- China: Immobilienkrise und trübe Stimmung sorgen für schwaches Wachstum und Deflation

Prognosevergleich

| | 2024 BIP-Wachstum | | 2025 BIP-Wachstum | | 2024 Inflation | | 2025 Inflation | |
|-----------------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus |
| USA | 1.9% ↑ | 1.4% ↑ | 1.6% | 1.7% | 2.8% | 2.6% | 2.4% | 2.3% |
| Eurozone | 0.4% ↑ | 0.5% | 1.0% | 1.3% | 2.2% ↑ | 2.2% ↓ | 1.9% | 2.0% |
| Deutschland | 0.0% | 0.3% ↓ | 1.0% | 1.2% | 2.1% | 2.5% ↓ | 1.9% | 2.1% |
| Frankreich | 0.7% | 0.7% | 1.0% | 1.3% | 2.1% | 2.5% ↑ | 1.7% | 1.9% |
| Italien | 0.5% ↑ | 0.5% | 0.8% | 1.0% | 1.7% | 2.0% ↓ | 1.9% | 1.8% |
| Spanien | 1.3% ↑ | 1.3% | 1.6% | 1.8% | 2.7% ↑ | 2.9% ↓ | 2.1% | 2.1% |
| Grossbritannien | 0.3% ↓ | 0.2% ↓ | 1.0% | 1.0% | 3.0% | 2.7% ↓ | 2.4% | 2.2% |
| Schweiz | 1.0% | 1.2% ↑ | 0.9% | 1.6% | 1.7% | 1.5% ↓ | 0.9% | 1.2% |
| Japan | 0.6% ↓ | 0.8% ↓ | 0.7% | 1.0% | 2.0% ↑ | 2.2% ↓ | 1.4% | 1.5% |
| China | 4.5% ↓ | 4.6% | 4.4% | 4.3% | 1.0% | 1.2% ↓ | 1.9% | 1.7% |

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. Januar 2024

Grafik des Monats



Die rasanten Anstiege der Transportpreise seit Dezember aufgrund der Angriffe auf Schiffe im Roten Meer wecken Erinnerungen an die Pandemie und damit Inflationsängste. Mehrere Faktoren sprechen aber gegen einen vergleichbar starken Anstieg der Güterpreise. Auf der Angebotsseite herrscht aktuell weder ein globaler Containerschiff- noch ein Güterengpass. Die Verlängerung der Lieferzeiten ist weniger markant und planbarer. Die Nachfrage nach Gütern geht gleichzeitig eher zurück, während sie in der Pandemie explodierte. Dies dürfte die Preissetzungsmacht von Unternehmen mindern. Wir beobachten nun besonders die Entwicklung der Import- und der Produzentenpreise.

USA Stimmungsaufschwung

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 1.9% | 2024: 1.4% |
| 2025: 1.6% | 2025: 1.7% |

Die US-Wirtschaft scheint der Schwerkraft zu trotzen und legte im vierten Quartal 2023 ein überraschend starkes Wachstum hin, was auch unsere Prognose für 2024 nach oben drückte. Erneut waren die Treiber aber einseitig, mit dem privaten und dem staatlichen Konsum als beinahe einzige Wachstumsstützen, während die Investitionen stagnierten. Seit der rhetorischen Kehrtwende der US-Notenbank im Dezember 2023 sind allerdings die Langfristzinsen gesunken, und die Stimmung unter den US-Firmen und insbesondere bei den Akteuren des Immobilienmarkts hat sich etwas aufgehellt. Auch die Konsumentenstimmung verbesserte sich als Folge der rückläufigen Inflation und boomender Aktienmärkte, wobei die Korrelation zum tatsächlichen Konsum meist tief ist und wir aufgrund des kühleren Arbeitsmarktes und der schwindenden Überschussersparnisse nach wie vor mit einer Konsumverlangsamung rechnen. Bezüglich der US-Budgetkrise ist der Ton zwischen Demokraten und Republikanern konstruktiver geworden. Auch wenn das Budget für 2024 noch nicht unter Dach und Fach ist, haben sich die Mehrheitsführer in den beiden Parlamentskammern zumindest auf einen Ausgabenrahmen geeinigt, der gleich hoch angesetzt ist wie im Vorjahr. Insofern könnte der «Government Shutdown» abgewendet werden und statt der befürchteten fiskalischen Bremse eher ein neutraler Wachstumsbeitrag beim Staatskonsum 2024 resultieren.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 2.8% | 2024: 2.6% |
| 2025: 2.4% | 2025: 2.3% |

Der Deflator der Konsumausgaben für Kerngüter («Core PCE», ohne Nahrungsmittel und Energie) stieg im zweiten Halbjahr 2023 um nur 1.9% annualisiert. Dieses Inflationsmass wird von der US-Notenbank stark beachtet und lag damit am 2%-Inflationsziel. Wir rechnen damit, dass die Inflationsentwicklung 2024 der US-Notenbank Spielraum für erste Zinssenkungen ab Juni ermöglicht, wobei die Inflationsrisiken aufgrund des robusten Konsums nach oben zeigen.

Eurozone Schwacher Jahresauftakt

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 0.4% | 2024: 0.5% |
| 2025: 1.0% | 2025: 1.3% |

Statt des erwarteten leichten Rückgangs stagnierte die Wirtschaft der Eurozone im vierten Quartal 2023 gemäss der ersten Schätzung und entkam damit einer technischen Rezession. Trotzdem bleibt die Entwicklung insgesamt schwach. Auch Umfragewerte zu Jahresbeginn zeigen noch keine markante Verbesserung. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie bleibt trotz Erholung deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50. Rund 30% der Verbesserung waren ausserdem auf eine Verlängerung der Lieferzeiten zurückzuführen, welche aber durch die Angriffe auf Schiffe im Roten Meer verursacht wurde und deshalb nicht positiv zu werten ist. Der Dienstleistungs-PMI enttäuschte die Erwartungen im Januar mit einem beschleunigten Rückgang des aktuellen Geschäfts. Die Konsumentenstimmung trübte sich im Januar ebenfalls ein, trotz wieder leicht steigender Reallöhne in der Eurozone. Die Eurozone dürfte also nur schleppend in das neue Jahr gestartet sein. Immerhin zeigen die letzten Umfragen unter Banken, dass die Kreditbedingungen nur noch wenig gestrafft wurden und Banken in den nächsten drei Monaten keinen weiteren Rückgang der Nachfrage nach Hypotheken und nach Unternehmenskrediten erwarten. Es gibt also erste Zeichen, dass die Transmission der höheren Zinsen via Kreditvergabekanal den Höchstpunkt langsam erreicht hat. Tieferere Zinsen im Jahresverlauf 2024 dürften für mehr Entspannung sorgen.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 2.2% | 2024: 2.2% |
| 2025: 1.9% | 2025: 2.0% |

Die EZB möchte für ihre Inflationseinschätzung Daten zur Lohnentwicklung Anfang 2024 abwarten. Eine Ende Januar publizierte Umfrage unter 70 Firmen prognostiziert für 2024 4.4% Lohnwachstum, die EZB zuletzt 4.6%. Erste Tariflohndaten für Januar werden im Februar für Italien und Spanien und im März für Deutschland publiziert, ein Indikator basierend auf Indeed-Onlinestellenanzeigen wohl Mitte Februar. Wir gehen von einer ersten Zinssenkung im April aus.

Deutschland Verhaltene Stimmung

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 0.0% | 2024: 0.3% |
| 2025: 1.0% | 2025: 1.2% |

Die technische Rezession wurde gemäss ersten Schätzungen dank einer Aufwärtsrevision des Wachstums im dritten Quartal 2023 auf 0% erneut abgesagt. Im vierten Quartal brach die Wirtschaft jedoch um 0.3% ein. Umfragewerte bleiben zum Jahresbeginn 2024 verhalten. Zwar zeigen sowohl der Einkaufsmanagerindex (PMI) also auch die ifo-Umfrage eine leichte Verbesserung – sprich ein weniger schneller Rückgang – im verarbeitenden Gewerbe. Insbesondere die neuen Bestellungen näherten sich weiter der Wachstumsschwelle von 50. Die Stimmung im Dienstleistungssektor verschlechterte sich hingegen weiter, getrieben durch eine schlechtere Einschätzung der aktuellen Situation (ifo) und einen beschleunigten Bestellungenrückgang (PMI). Die Mehrwertsteuererhöhung für Restaurants von 7% auf 19% im Januar könnte einen Teil der trüberen Stimmung erklären. Ein Lichtblick sind die besseren Geschäftserwartungen gemäss PMI. Im Bausektor verschlechterten sich hingegen sowohl die aktuelle Lage also auch die Erwartungen weiter. Die Konsumentenstimmung ging im Januar nach einer leichten Aufhellung im Vormonat erneut zurück und auch die Verbesserung beim erwarteten Einkommen und bei den geplanten grossen Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten war nur von kurzer Dauer. Insgesamt sehen wir deshalb Abwärtsrisiken für unsere Wachstumsprognose (0%) für das erste Quartal 2024.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 2.1% | 2024: 2.5% |
| 2025: 1.9% | 2025: 2.1% |

Die Inflationszahlen von Dezember 2023 und Januar 2024 (zu Redaktionsschluss noch nicht vorliegend) wurden durch Sonder- und Einmaleffekte nach oben verzerrt. Insgesamt gehen wir aber weiterhin von nachlassendem Inflationsdruck aus. Die Produzentenpreise gingen im Dezember um 8.6% gegenüber Vorjahr zurück – eine Abwärtsüberraschung – und die PMI-Umfrage deutet für das verarbeitende Gewerbe trotz global steigender Transportkosten weiterhin auf leicht sinkende Preise hin.

Frankreich Ende der Kaufkraftkrise

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 0.7% | 2024: 0.7% |
| 2025: 1.0% | 2025: 1.3% |

Steht Frankreich am Anfang des Endes der Kaufkraftkrise? Die Aussichten stehen gut, dass dieses Jahr die Reallöhne der französischen Haushalte erstmals seit 2021 wieder steigen werden. In Vorwegnahme dieser Entwicklung steigt die Stimmung der Konsumenten gemäss der monatlichen Umfrage des Statistiksamtes Insee seit einiger Zeit an. Im Januar 2024 lag sie auf dem höchsten Wert seit Ausbruch des Ukrainekriegs. Insbesondere die Frage, ob sie für die nächsten zwölf Monate grössere Anschaffungen planen würden, beantworteten die Haushalte zunehmend positiv. Tatsächlich wurden bereits im Dezember 2023 so viele Personenwagen in Verkehr gesetzt wie zuletzt im Oktober 2020. Neben der verbesserten Konsumentenstimmung kann auch die Entspannung der Lieferengpässe nach der Pandemie zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Neben der Option, die Konsumausgaben zu steigern, haben die Haushalte auch die Möglichkeit, mehr zu sparen oder Schulden zurückzubezahlen. Wofür sie sich entscheiden werden, hängt von der Arbeitsplatzsicherheit und der Entwicklung der Zinsen ab. Es lohnt sich, in den kommenden Monaten genau zu beobachten, ob die Auftragsgänge auf eine Erholung der Nachfrage hindeuten. Die Januarzahlen für den Dienstleistungssektor deuten in diese Richtung. Das Durchschreiten der konjunkturellen Talsohle im Laufe des Jahres ist ein realistisches Szenario.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 2.1% | 2024: 2.5% |
| 2025: 1.7% | 2025: 1.9% |

Die vorläufige Schätzung zur Entwicklung der Verbraucherpreise für Januar wird erst nach Redaktionsschluss vorliegen. Es besteht aber Konsens darüber, dass der Teuerungsdruck weiter abgenommen hat. In den kommenden Monaten wird auch der Preisanstieg bei den Lebensmittelpreisen nachlassen. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Inflation damit wieder unter 2% liegen. Ein Aufwärtsrisiko zu unserer Inflationsprognose für 2024 und 2025 geht in der kurzen Frist von den Energiepreisen aus.

Italien Unausgeschöpftes Potenzial

Die italienische Wirtschaft sorgte im vierten Quartal für eine positive Überraschung. Statt der erwarteten Stagnation legte das BIP gegenüber dem Vorquartal um 0.2% zu. Gemäss dem statistischen Amt waren allerdings vor allem steigende Nettoexporte für das erfreuliche Ergebnis verantwortlich, während die Binnennachfrage im vierten Quartal zurückging. Die Aussichten für 2024 und 2025 sind verhalten positiv. Die Haushalte dürften wie anderswo in Europa von leicht steigenden Reallöhnen profitieren, und die letzten Arbeitsmarktzahlen deuten auf eine weitere Verbesserung hin. Die Konsumentenstimmung hat sich entsprechend leicht erholt. Nach wie vor schwach unterwegs ist der Industriesektor. Gerade beim Arbeitsmarkt schlummert noch unausgeschöpftes Wachstumspotenzial, sollte sich die Stimmung bei den Unternehmen 2024 und 2025 wie erwartet verbessern. Trotz starkem Beschäftigungswachstum in den letzten drei Jahren lag die Erwerbsbeteiligung in Italien bei den 15- bis 64-Jährigen im dritten Quartal 2023 nur bei 65%, deutlich unter dem Durchschnitt der Eurozone von 74% (Zahlen der Weltbank).

Spanien Überraschender Schlusspurt

Spaniens Wirtschaft wuchs im Schlussquartal 2023 mit 0.6% schneller als erwartet, was unsere Aufwärtsrevision der BIP-Prognose 2024 erklärt. Gemäss Statistikamt INE kurbelte neben den Staatsausgaben auch der private Konsum das Wachstum an. Spanien profitierte als einziges der vier grossen Länder der Eurozone bereits ab Juni 2023 von positivem Reallohnwachstum. Umfragen zeigen ausserdem, dass spanische Haushalte im historischen Vergleich besonders ausgeprägt bereit sind, in den nächsten zwölf Monaten grössere Anschaffungen zu tätigen. Die Investitionen waren hingegen im vierten Quartal 2023 rückläufig. Allerdings verschärfen sich die Kreditbedingungen in Spanien zuletzt nicht weiter und Investitionen im Rahmen des Programms «NextGenerationEU» könnten dem Gegenwind von der Fiskalpolitik im Jahr 2024 etwas entgegenwirken. Die Inflation stieg im Januar von 3.3% auf 3.4% an und die Kerninflation ging weniger stark als erwartet von 3.8% auf 3.6% zurück. Neben der graduellen Aufhebung der Energiesteuererleichterungen könnten höhere Gewichte für Dienstleistungen die Aufwärtsüberraschung bei der Inflation erklären.

Schweiz Warten auf die SNB

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 1.0% | 2024: 1.2% |
| 2025: 0.9% | 2025: 1.6% |

Weiterhin dürfte das Wirtschaftswachstum in die Breite erfolgen, getragen durch die starke Nettozuwanderung. Die jüngsten Zahlen des Staatssekretariats für Migration (SEM) deuten darauf hin, dass die ständige Wohnbevölkerung im Frühling die Marke von 9 Millionen Personen überschreiten könnte. Unsere Erwartung von 1% Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts bedeutet deshalb, dass die Wirtschaft pro Kopf gerechnet stagniert. Abgesehen von Sonderfaktoren wie der wetterbedingt starken Tourismussachfrage in den Wintersportgebieten oder den Lizenznahmen der Sportverbände IOK und UEFA für die Ausrichtung der Olympischen Sommerspiele und der Fussball-Europameisterschaft fehlen derzeit die Impulse. Im Unterschied zum benachbarten Europa werden höhere Reallöhne im laufenden Jahr wenig zu einer steigenden Inlandnachfrage beitragen. Eine Belebung der konjunkturellen Dynamik muss also entweder durch eine steigende weltwirtschaftliche Nachfrage oder höhere Investitionsbereitschaft im Inland ausgelöst werden. Tiefere Zinsen oder ein schwächerer Franken (oder beides zur gleichen Zeit) wären zu diesem Zweck förderlich. Zu beidem hält die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Schlüssel in der Hand.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 1.7% | 2024: 1.5% |
| 2025: 0.9% | 2025: 1.2% |

Bei Niederschrift unserer Analyse lagen die Zahlen zum Landesindex der Konsumentenpreise für Januar noch nicht vor. Eine Reihe von administrativ festgelegten Preisen und die Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes sollten unserer Meinung nach dazu beitragen, dass die Inflationsrate zwischenzeitlich wieder über 2% angestiegen ist. Diese Entwicklung ist umso wahrscheinlicher, als bereits die Daten für den Monat Dezember gegen oben überraschten. Für diesen Anstieg waren höhere Preise im Dienstleistungssektor verantwortlich. Zusätzlich beobachten wir auch einen neuerlichen Anstieg der Preise für Treibstoffe und Heizöl.

Grossbritannien Volatile Inflation

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 0.3% | 2024: 0.2% |
| 2025: 1.0% | 2025: 1.0% |

Mit der kürzlichen Revision der BIP-Zahlen von Grossbritannien wurde die Geschichte etwas neu geschrieben: Statt 0.6% Wachstum resultierte für das Gesamtjahr 2023 ein bescheidenes Wachstum von 0.3%, was trotz allem ein besseres Resultat ist als Anfang 2023 noch befürchtet. Anfang 2024 zeigt sich für die britische Wirtschaft ein gemischtes Bild. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für Januar deuten auf eine anhaltende Flaute in der Industrie hin, wobei die Unternehmen zum ersten Mal seit Januar 2023 wieder eine Verschlechterung der Liefersituation meldeten. Der PMI für die Dienstleister stieg aber weiter an, und die Konsumenten schauten gemäss GfK-Umfrage als Folge der tieferen Inflation und steigender Reallöhne so zuversichtlich in die Zukunft wie seit Anfang 2022 nicht mehr. Dennoch stehen auch beim Konsumausblick nicht alle Zeichen auf Grün. Das Ausmass und das Timing der sehnlichst erwarteten Zinssenkungen der Bank of England sind unsicherer als anderswo, da die Inflation in Grossbritannien nach wie vor hoch und volatil ist (siehe unten). Zudem hat sich der Arbeitsmarkt in der zweiten Jahreshälfte 2023 abgekühlt. Die Beschäftigung stagnierte beinahe und die Zahl der offenen Stellen ging zurück, aber mit bisher geringen Auswirkungen auf die Arbeitslosenquote. Insgesamt rechnen wir besonders in der ersten Jahreshälfte 2024 mit schwachem Wirtschaftswachstum und dann, als Folge erster Zinssenkungen, mit einer Beschleunigung.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 3.0% | 2024: 2.7% |
| 2025: 2.4% | 2025: 2.2% |

Die britische Inflation stieg im Dezember überraschenderweise wieder an, von 3.9% auf 4.0%. Die Kerninflation verharrte auf 5.1%, statt wie erwartet nachzulassen. Während die Inflation der Güterpreise deutlich zurückgeht, lag die Inflation bei Dienstleistungen bei hohen 6.4%. Inflationstreiber waren zwar unter anderem sehr volatile Preise im Reisesektor, dennoch warfen die Dezemberzahlen die Erwartungen an Zinssenkungen der Bank of England etwas zurück.

China Wirtschaft unter Deflationsdruck

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 4.5% | 2024: 4.6% |
| 2025: 4.4% | 2025: 4.3% |

Chinas Wirtschaft wuchs im Jahr 2023 um 5.2%, was den Erwartungen entsprach und über dem Wachstumsziel der Regierung von «rund 5%» lag. Dennoch liessen die zugrunde liegenden Daten einige Schwächen erkennen. So verzeichneten die gesamtwirtschaftlichen Preise den längsten Rückgang seit 1999. Der BIP-Deflator – die Differenz zwischen nominalem und realem BIP – ist seit drei Quartalen in Folge geschrumpft, was zeigt, dass die Wirtschaft unter Deflationsdruck stand. Für diese Schwäche gibt es zwei Hauptgründe. Erstens die anhaltende Schwäche des Immobiliensektors. Zweitens die schwache Konsumentenstimmung, die durch den Abschwung auf dem Wohnungsmarkt ausgelöst wird. Wir gehen davon aus, dass die Schwäche des Immobilienmarktes in diesem Jahr eine Belastung für die Wirtschaft bleiben wird, da die Regierung einen weiteren Rückgang der Investitionen anstrebt, um den Markt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Die Immobilienverkäufe dürften ebenfalls schwach bleiben, da das Vertrauen in den Sektor nicht ohne Weiteres hergestellt werden kann. Wir korrigieren daher unsere BIP-Prognose für 2024 auf 4.5% nach unten. Für 2025 liegt unsere Prognose eines BIP-Wachstums von 4.4% leicht über dem Konsens, da wir davon ausgehen, dass sich zwar die Immobilieninvestitionen weiter verlangsamen, die Nachfrage sich aber bis dahin stabilisiert haben wird, was die allgemeine Stimmung verbessern dürfte.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2024: 1.0% | 2024: 1.2% |
| 2025: 1.9% | 2025: 1.7% |

Letztes Jahr litt China aus verschiedenen Gründen unter deflationärem Druck: Zum einen war die Nachfrage insgesamt schwach, was die Preissetzungsmacht der Unternehmen einschränkte. Zum anderen verzeichnete China einen starken Rückgang der Schweinefleischpreise und sinkende Rohstoffpreise. Für das nächste Jahr erwarten wir eine Stabilisierung der beiden letztgenannten Faktoren, was die Inflation wieder in den positiven Bereich bringen dürfte.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research



Erstellt und verabschiedet durch die Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Februar 2024

Zinsen und Anleihen

Gleiche Lösung für unterschiedliche Probleme

USA

- Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg im Januar um 15 BP, die Firmenanleienspreads verengten sich um 4 BP. Diese Spreadniveaus gab es seit Beginn des Zinserhöhungszyklus des Fed noch nie.
- Die Marktteilnehmer rechnen derzeit mit einer ersten Leitzinssenkung bis Mai und einer 50%igen Chance einer Senkung bereits im März (alle Daten auf dieser Seite per 30. Januar).

Eurozone

- Die Kreditspannen der Eurozone sind zwar immer noch höher als ihre US-Pendants, sinken aber allmählich. Sie gingen im Januar um 9 BP zurück, während die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um 18 BP stiegen.
- Die Europäische Zentralbank (EZB) hielt die Leitzinsen im Januar stabil, signalisierte aber, dass ab Sommer Senkungen möglich sind. Der Markt erwartet eine mögliche Senkung bereits für April.

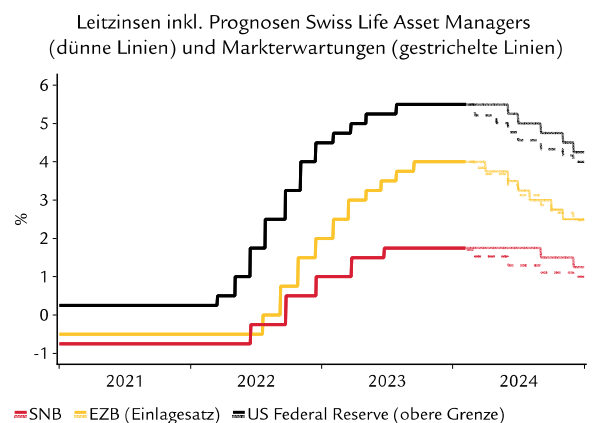
Vereinigtes Königreich

- Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen zehnjähriger Gilts im Januar um 34 BP und die Kreditspannen verengten sich um 7 BP auf ein Zweijahrestief.
- Der aggregierte britische Einkaufsmanagerindex (PMI) liegt seit November wieder im expansiven Bereich und die Inflation zog unerwartet wieder auf 4% an. Damit nimmt der Druck auf die Bank of England, ihre Zinssenkungen zu verschieben, zu. Dies gefährdet die für Juni erwartete erste Zinssenkung.

Schweiz

- In der Schweiz liegen die Renditen zehnjähriger Anleihen bei tiefen 0.8% und die Kreditspannen von Firmenanleihen bei nur 83 BP.
- Die Inflationsrate der Schweiz verharret seit Juni 2023 im Zielband der SNB von 0 bis 2%. Gepaart mit tiefen PMIs und einem starken CHF könnten diese Faktoren dazu führen, dass die SNB schon vor September (unsere ursprüngliche Erwartung) eine erste Zinssenkung in Betracht zieht.

Unterschiedliche Zinspfade der Zentralbanken erwartet



Die Inflation liegt zwar in vielen Ländern noch nicht unter dem 2%-Ziel, geht aber weiter zurück, weshalb die Zentralbanken erste Zinssenkungen vorbereiten. Die Märkte erwarten für 2024 mit Zinssenkungen von rund 100 BP in den USA, der Eurozone und Grossbritannien einen recht synchronen Verlauf. Für die SNB erwarten die Märkte für 2024 Senkungen um 50 BP, aber von tieferem Niveau aus. Diese Erwartung eines synchronen Verlaufs erscheint angesichts der unterschiedlichen Wirtschaftsdynamik in den Regionen widersprüchlich. Die Eurozone, Grossbritannien und die Schweiz verzeichnen ein sehr schwaches BIP-Wachstum, während die Inflationsraten in den letzten Monaten deutlich sanken. Insbesondere die Inflation in der Schweiz liegt seit Juni 2023 bereits wieder im Zielband. Die US-Wirtschaft hingegen wuchs im zweiten Halbjahr 2023 solide und die Inflation lag in den letzten sieben Monaten bei über 3% im Jahresvergleich. Steigende Transportkosten und Ölpreise, befeuert durch die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten, sowie die jüngste finanzielle Lockerung könnten die Inflation wieder entfachen und die erwarteten Zinssenkungen infrage stellen. In diesem Umfeld sind wir bei der Duration neutral, ziehen aber europäische Zinsen ihren US-Pendants vor. Zudem erscheint das Kreditrisiko in Europa derzeit attraktiver, da die Spreads im Vergleich zu den USA immer noch relativ hoch sind.

Aktien

Überraschend guter Start ins neue Jahr

USA

- Der US-Markt legte im Januar 1.5% zu. Die Aktien der «Magnificent 7» (+1.8%) waren wiederum ein Haupttreiber der positiven Performance. Aufgrund der USD-Aufwertung fiel die Performance in CHF deutlich höher aus (+4.0%).
- Die Berichtssaison hat gerade erst begonnen. Der prozentuale Anteil der S&P-500-Firmen, die mit positiven Gewinnen überraschen, ist unterdurchschnittlich. Die von den Firmen ausgewiesenen aggregierten Gewinne liegen unter den Erwartungen.
- Die Bewertung des US-Marktes liegt nach wie vor weit über dem historischen Durchschnitt und auch viel höher als in den übrigen Märkten (siehe Grafik).

Eurozone

- Der Markt legte im Januar 2024 2.2% zu.
- Die Berichtssaison hat gerade erst begonnen. SAP, die grösste Technologiefirma Europas, verzeichnete zufriedenstellende Ergebnisse und kündigte eine Reorganisation an.
- Der europäische Markt bleibt langfristig betrachtet sehr attraktiv bewertet. Je nach Kennzahl liegt die Bewertung vs. US-Markt auf einem Allzeittief.

Vereinigtes Königreich

- Abgesehen von den Schwellenländern erzielte Grossbritannien bisher als einziges Land eine negative Performance (-1.2%).
- Der britische Markt bleibt von allen grossen Industrieländern der am tiefsten bewertete Markt mit der höchsten Dividendenrendite (4.1%). Grossbritannien dürfte aber derzeit eine «Value Trap» sein.

Schweiz

- Auch der Schweizer Markt startete mit 1.6% positiv ins Jahr.
- Die Indexschergewichte mit Ausnahme von Roche starteten positiv und Lonza legte über 20% zu.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitwerteste Markt (siehe Grafik).

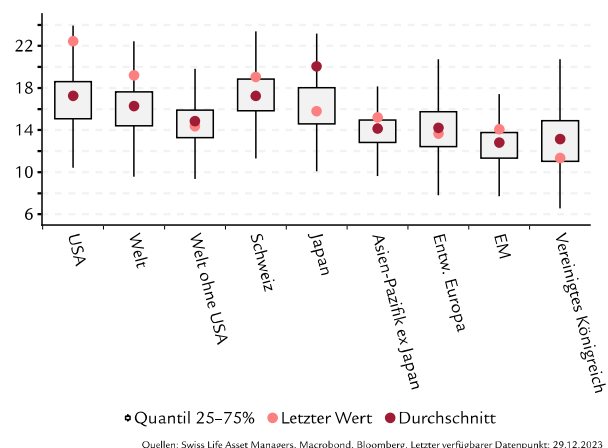
Schwellenländer

- Die Schwellenländer entwickelten sich im Januar mit -4.6% weiterhin unterdurchschnittlich.
- Haupttreiber ist wie schon letztes Jahr der chinesische Aktienmarkt. In USD büsste der Markt 10.6% ein. Er scheint immer noch nicht an die Bemühungen der Regierung zur Stützung der Wirtschaft zu glauben.

Schweizer Aktienmarkt: Rückblick und Ausblick

Der Schweizer Large-Cap-Aktienmarkt legte 2023 nur um 3.8% zu, globale Aktien in CHF um rund 13%. Schweizer Small Caps entwickelten sich ähnlich wie Large Caps, und globale Small Caps erzielten eine Gesamtrendite von 5%. Die deutliche Underperformance des Schweizer (Large-Cap-)Markts 2023 ist auf firmenspezifische Faktoren und die einzigartige Sektorallokation zurückzuführen. Auf Firmenebene erzielten die beiden Indexschergewichte Roche und Nestlé (30% des Index) eine Performance von -13% bzw. -6%. Um mit globalen Aktien Schritt zu halten, hätten die restlichen 70% des Index eine Rendite von 23% benötigt, was viel ist, wenn man bedenkt, dass der Markt nur sehr wenig in den performancestarken Sektoren IT und Kommunikationsdienste engagiert ist. Diese beiden Sektoren, die letztes Jahr global in CHF mit 40 bis 45% rentierten, haben im SPI ein Gewicht von rund 2%. Renditeschwache Sektoren wie Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter (rund 50% des Index in der Schweiz) büssten letztes Jahr global rund 5% ein. Für 2024 ist unser Ausblick für den Schweizer Markt (Large und Small Caps) positiv. Da die Gesamttrenditen globaler Industrieländeraktien dieses Jahr rund 5% betragen und das erste Halbjahr eher schwach ausfallen dürfte, könnten defensive Aktien mit ordentlichen Dividendenrenditen ein Comeback feiern. Zudem ist die Bewertungsprämie des Schweizer Markts vs. andere Märkte angemessen und die Bewertung des Schweizer Markts liegt historisch gesehen am oberen Ende der neutralen Bandbreite. Wir empfehlen Anlagen in den SPI und den SPI Extra Index, um vom vollen Potenzial des Schweizer Markts und einer besseren Sektordiversifikation zu profitieren.

Bewertung globaler Aktien (erwartetes KGV), 2004–2024



Währungen

Fed und überraschend positive Daten stützen USD

USA

- Der USD startete gut ins Jahr 2024 und wertete vs. fast alle Industrie- und Schwellenländerwährungen auf.
- Wir halten an unserer positiven USD-Sicht fest (siehe Haupttext). Die Januarsitzung des Fed, an der Präsident Powell den Erwartungen einer ersten Zinssenkung im März widersprach, bestätigte unsere Ansicht, dass eine erste Zinssenkung im Sommer wahrscheinlicher ist. Dies dürfte einige Abwärtsrisiken für den USD auf kurze Sicht beseitigen.

Eurozone

- Der EUR büsste vs. den USD im Januar 2% ein, wertete aber vs. den CHF leicht und vs. NOK und SEK stärker auf.
- Der EUR dürfte 2024 bei schwachem Wachstum, nachlassendem Inflationsdruck und der daraus folgenden geldpolitischen Lockerung schwach bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Unerwartet gute Wirtschaftsdaten und ein überraschender Inflationsanstieg werteten das GBP vs. den EUR um 1.7% auf. Gegenüber dem USD blieb das GBP in etwa stabil.
- Dennoch dürfte GBP/USD im Februar leicht sinken, was sich mit unserer Einschätzung eines insgesamt starken USD deckt.

Schweiz

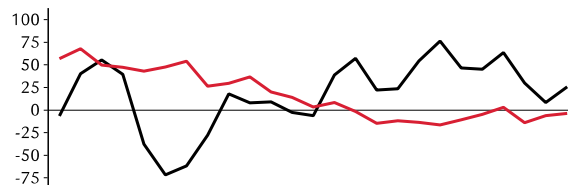
- Der Aufwertungstrend des CHF wurde im Januar gestoppt: Der handelsgewichtete CHF verlor im Monatsverlauf 0.7%. SNB-Präsident Thomas Jordan erwähnte in einem Interview, dass der starke CHF der SNB Sorge bereitet, eine Aussage, die zur CHF-Abwertung beigetragen haben könnte.
- Für Februar ist unsere Sicht auf EUR/CHF neutral und auf USD/CHF positiv.

Japan

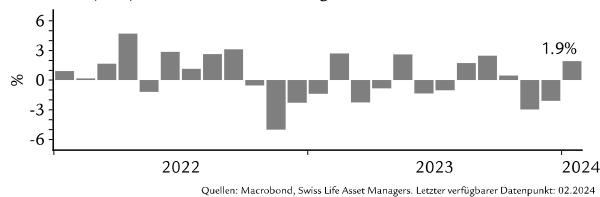
- Der JPY büsste im Januar 4% zum USD ein, weil die Bank of Japan mit der Normalisierung der Geldpolitik abwartete und die Inflationszahlen für den Raum Tokio stark nach unten überraschten.
- Die Geldpolitik dürfte sich 2024 nicht ausreichend normalisieren, um den JPY mit seinem grossen Carry-Nachteil attraktiv zu machen.

Starke US-Daten und starker USD im Januar 2024

Citi US Economic Surprise Index (schwarz) und Inflation Surprise Index (rot)



USD-Index (DXY): monatliche Veränderung in %



Der USD schloss das Jahr 2023 schwach ab. Ein starker Rückgang der Renditen auf US-Staatsanleihen und die rhetorische Kehrtwende des Fed vom Dezember belasteten den USD. Die US-Wirtschaftsdaten überraschten erneut positiv, jedoch weniger stark als im dritten Quartal (siehe Grafik). Im Januar 2024 feierte der USD aber wie erwartet ein Comeback: Der USD-Index (USD vs. einen Korb mit sechs Industrieländerwährungen) legte 1.9% zu. Für einmal waren die geldpolitischen Erwartungen nicht der Haupttreiber. Zwar wurden die überoptimistischen Markterwartungen signifikanter Zinssenkungen durch das Fed etwas gedämpft, aber das galt auch für die Erwartungen an Senkungen durch andere Zentralbanken, die Anfang Jahr etwas zu hoch waren. Drei Faktoren dürften den USD im Januar begünstigt haben: Der erste Faktor ist technischer Natur: die spekulative Positionierung war Ende 2023 sehr short in USD und long in EUR. Einige dieser Positionen wurden im Januar abgebaut und dies trug zur Erholung des USD nach zwei schwachen Monaten bei. Zweitens überraschten die US-Wirtschaftsdaten, v. a. die erste Schätzung zum BIP-Wachstum im vierten Quartal 2023, erneut positiv, was zum Anstieg des Citi Economic Surprise Index beitrug und die Ansicht bestätigte, dass die US-Wirtschaft Anfang 2024 besser aufgestellt war als der Rest der Industrieländer. Drittens, und sehr wichtig, sprach die Zinsdifferenz («Carry-Vorteil») für einen starken USD. Die beiden letztgenannten Treiber dürften kurzfristig anhalten, weshalb wir an unserer positiven USD-Sicht festhalten.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research



Erstellt und verabschiedet durch die Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liege den Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT.

Schweiz: Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Perspektiven

Asset Allocation

Februar 2024 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Unterschiedlicher Jahresauftakt

Übersicht

Das Jahr 2024 begann für die Aktienmärkte positiv, für Anleihen bestenfalls durchzogen. Haupttreiber waren erneut die Hoffnung auf eine weniger restriktive Geldpolitik und, etwas widersprüchlich, die Erwartung eines soliden Wirtschaftswachstums. Die unmittelbare Reaktion auf die Januarsitzung des Fed deutet darauf hin, dass die Anleger allmählich erkennen, dass diese rosigen Erwartungen nur schwer erfüllt werden dürften.

Zinsen und Anleihen

- Im Januar schienen sich Anleihen Anleger wegen des starken Wirtschaftswachstums Sorgen zu machen, was zu steigenden Zinsen (d. h. negativen Anleiherenditen) und engeren Kreditspannen führte.
- Die Kreditspannen sind nun historisch gesehen eng. Obwohl sich Firmen früher refinanziert haben und weniger stark von den aktuellen höheren Zinsen betroffen sind, dürften die Ausfälle zunehmen und sich die Spreads ausweiten. Wir bleiben daher vorsichtig.
- CHF-Anleihen entwickelten sich analog zum Rest der Welt. Da die relativen Vorteile dieses Marktes schwinden, dürften sich CHF-Anleihen gleich oder sogar leicht unter dem globalen Markt entwickeln.

Aktien

- Die Aktienmärkte der Industrieländer hielten sich im Januar gut, wobei Japan aufgrund des starken Interesses chinesischer Investoren am besten abschnitt, der britische Aktienmarkt am schlechtesten.
- Die Eurozone, die im Konjunkturzyklus wohl weiter fortgeschritten ist und in der die EZB die Zinsen früher senken dürfte, war der am zweitbesten abschneidende grosse Markt.
- Schwellenländeraktien hinkten vor allem wegen der wirtschaftlichen und der politischen Lage in China und Südamerika deutlich hinterher.
- Die Märkte sehen weiterhin bevorstehende Zinssenkungen durch die Zentralbanken und starkes Gewinnwachstum als Haupttreiber. Wir sind skeptisch und erwarten, dass die Anleger kurzfristig enttäuscht werden.

Erwarten die Märkte zu viel von den Zentralbanken?

Nach einem überraschend starken 2023 starteten die meisten entwickelten Aktienmärkte gut ins Jahr 2024, Anleihen hingegen zeigten sich im Januar recht schwach. Heisst das, dass die verschiedenen Anlageklassen unterschiedliche Marktentwicklungen einpriesen? Und wenn ja, wer hat Recht? Schauen wir uns verschiedene mögliche Zukunftsszenarien an und wie sie sich auf die Anlageklassen auswirken würden.

| | Moderat nachlassende Inflation | | Stabile Inflation | | Moderat anziehende Inflation | |
|----------------------|--------------------------------|------------------|---------------------|------------------|------------------------------|------------------|
| | Geringeres Wachstum | Höheres Wachstum | Geringeres Wachstum | Höheres Wachstum | Geringeres Wachstum | Höheres Wachstum |
| Staatsanleihen | Positiv | Negativ/Neutral | Positiv | Negativ | Neutral/Negativ | Negativ |
| Unternehmensanleihen | Negativ/Neutral | Neutral/Positiv | Positiv/Neutral | Negativ/Neutral | Negativ | Negativ/Neutral |
| Aktien | Negativ | Positiv | Negativ | Positiv | Negativ | Neutral/Positiv |

Quelle: Swiss Life Asset Managers

In allen Szenarien deckt sich die Marktentwicklung im Januar mit dem höheren erwarteten Wachstum. Wir glauben zwar, dass das Konjunkturtief 2024 erreicht wird, aber wohl erst in der zweiten Jahreshälfte. Für eine Erholung braucht es ausserdem die Hilfe der Zentralbanken. Diese dürften aber nur bei gut verankerter Inflation und einer Wachstumsabschwächung die Zinsen senken. Die Inflation liegt bei den Zentralbankzielen oder nähert sich ihnen an. Das Wachstum ist aber, v.a. in den USA, noch zu hoch. Wir sind daher bezüglich Zeitpunkt der Zinssenkungen etwas pessimistischer eingestellt als die Finanzmärkte.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

Nach einem starken 2023 sind Aktien, v. a. in den USA, teuer und die Gewinnerwartungen sind hoch. Eine Korrektur in den USA würde kurzfristig auch den Rest der Welt treffen, obwohl andere Aktienmärkte attraktiver bewertet sind. Daher sind Aktien für uns insgesamt wenig attraktiv. Die Realzinsen bleiben hoch und die Spreads liegen nahe an ihren Mehrjahrestiefs. Wir ziehen daher Staatsanleihen gegenüber Firmenanleihen und Aktien vor.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A

Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research

Erstellt und verabschiedet durch die Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.