

Juli 2023

## Kernaussagen

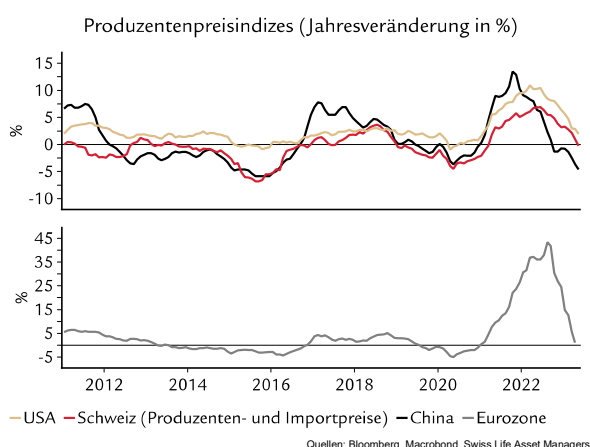
- USA: Zeichen einer positiven Trendwende im US-Häusermarkt erschweren die Arbeit der US-Notenbank
- Eurozone: Industrieschwäche wird immer deutlicher, Druck bei Güterpreisen dürfte deutlich nachlassen
- China: Der Inflationsdruck bleibt tief, während die Erholung weiter schwächelt

## Prognosevergleich

	2023 BIP-Wachstum		2024 BIP-Wachstum		2023 Inflation		2024 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	0.9%	1.3% ↑	0.6%	0.5% ↓	4.1% ↓	4.1% ↓	2.5%	2.6%
Eurozone	0.4% ↓	0.6% ↓	0.8%	0.9%	5.5%	5.4% ↓	2.4%	2.4%
Deutschland	-0.2%	-0.2% ↓	0.6%	1.1%	6.0%	6.0% ↓	2.3%	2.5% ↓
Frankreich	0.6%	0.6%	0.9%	0.9%	4.8%	5.3% ↓	2.1%	2.7% ↑
Italien	1.1%	1.0% ↑	0.6%	0.8% ↓	6.1%	6.1%	2.1%	2.5% ↑
Spanien	1.8%	1.8% ↑	1.2%	1.5% ↓	3.9%	3.7% ↓	2.5%	2.9% ↑
Grossbritannien	0.0%	0.1% ↑	0.4%	0.8%	7.4%	7.3% ↑	2.8%	3.2% ↑
Schweiz	0.7%	0.7%	1.5%	1.4%	2.1%	2.4% ↓	1.6%	1.4% ↓
Japan	1.2% ↑	1.1% ↑	0.7%	1.0% ↓	2.7%	2.8% ↑	1.2% ↑	1.5% ↑
China	5.8%	5.7% ↓	5.2%	4.9%	1.2% ↓	1.3% ↓	2.0% ↓	2.3% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12. Juni 2023

## Grafik des Monats



Im Güter- und Transportsektor sind die Lieferketten-schocks bewältigt. Auf den Rohwarenmärkten haben sich nach der Verunsicherung im Jahr 2022 neue Gleichgewichtspreise eingestellt. Entsprechend lässt der Preisdruck auf der Herstellerstufe nach. China exportiert derzeit erneut eine Disinflation. In der Schweiz nimmt die Entwicklung der Produzentenpreise diejenige auf Konsumentenstufe um rund vier Monate vorweg. Mit einem weiteren Rückgang der Inflation auf Verbraucherstufe darf also gerechnet werden. Das Ausmass dieses Rückgangs bleibt abhängig von der Preissetzungsmacht der Firmen und der Preisentwicklung im Dienstleistungsbereich.

## USA Unklare Signale

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.9%	2023: 1.3%
2024: 0.6%	2024: 0.5%

Die eintreffenden Wirtschaftsdaten aus den USA zeigen ein gemischtes Bild. Einerseits lahmt die Industrieproduktion und bestätigt damit die negative globale Dynamik bei den Industrie-Umfragen. Der S&P-Einkaufsmanagerindex für die USA notiert bei den Komponenten Output und Bestelleingänge wieder nahe den Tiefstwerten vom Dezember 2022. Andererseits zeigen sowohl Umfragen wie auch Aktivitätszahlen ein robustes Bild im Dienstleistungssektor, und die Erholung im Häusermarkt setzte sich von tiefen Niveaus aus fort. Die Stimmung bei den Maklern hat sich gemäss NAHB-Umfrage verbessert, Baustarts von neuen Häusern schossen im Mai in die Höhe und nach sieben Monaten Rückgang zogen die Häuserpreise wieder etwas an. Sollte sich bestätigen, dass die Akteure am Häusermarkt den Zinsschock 2022 verdaut haben und weiter Zuversicht fassen, wäre das ironischerweise ein problematisches Signal für die US-Wirtschaft. Dies könnte weitere Zinsschritte der Notenbank nach sich ziehen mit zusätzlicher Bremswirkung auf Unternehmensinvestitionen und den Markt für US-Gewerbeimmobilien, der im Gegensatz zu Wohnimmobilien mit hohen Leerständen konfrontiert ist. Wir halten an unserer Prognose einer milden Rezession in den USA fest, wobei das Timing (derzeitige Annahme ist bereits eine Abkühlung im zweiten Halbjahr 2023) aufgrund der widersprüchlichen Datenlage unsicher ist.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.1%	2023: 4.1%
2024: 2.5%	2024: 2.6%

Die Gesamtinflation geht in den USA weiter entlang unserer Erwartungen zurück und notierte im Mai bei 4.0%. Energie- und Dienstleistungspreise (ohne Wohnen) trugen etwas stärker zur Reduktion bei als von uns erwartet, während sich die Inflation im Bereich Wohnen und Konsumgüter als überraschend hartnäckig erwies. Die Kerninflation ist zwar ebenfalls im Fallen begriffen, notiert aber mit 5.3% nach wie vor auf Niveaus, die weitere Zinserhöhungen nicht ausschliessen lassen.

## Eurozone Industrieschwäche

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.4%	2023: 0.6%
2024: 0.8%	2024: 0.9%

Die Industrieproduktion der Eurozone überraschte im Mai positiv. Dies war aber allein einem volatilen Anstieg von 21% in Irland zu verdanken. In Frankreich und Deutschland stieg die Industrieproduktion zwar leicht an, blieb aber deutlich unter dem Vor-Pandemie-Niveau und bewegte sich seit Jahresbeginn mehrheitlich seitwärts. Der italienische und der spanische Industriesektor schlugen sich zwar nach der Pandemie besser, verzeichneten im April aber einen starken und überraschenden Rückgang. Trotz deutlicher Entspannung der Energiepreise konnten auch energieintensive Sektoren der Eurozone wie Chemie oder Metall ihre Produktion in diesem Jahr nicht wesentlich steigern. Und auch die Autoproduktion bewegt sich seit Jahresanfang flach, obwohl gerade die Produktionspläne in Deutschland immer noch deutlich positiv sind. In diesem Sektor sieht es zunehmend danach aus, dass aus China nach der Wiederöffnung nicht nur keine positiven Wachstumsimpulse kommen, sondern auch die Konkurrenz die strukturellen Probleme im Europäischen Industriesektor weiter verstärkt: Chinas Autoexporte kletterten im April auf neue Höchstwerte. Der Einkaufsmanagerindex für Juni bestätigt die Industrieschwäche in der Eurozone mit einem weiteren Rückgang der Produktion und der Bestellungseingänge und – zum ersten Mal seit der Pandemie – einem Rückgang der Industriebeschäftigung.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.5%	2023: 5.4%
2024: 2.4%	2024: 2.4%

Nachdem die Angebotsengpässe nun weitestgehend verschwunden sind, dürfte die sich abschwächende Industrienachfrage wieder Haupttreiber der Güterpreise werden. Die Produzentenpreise in der Eurozone sinken seit vier Monaten und ihre Jahresinflation lag im April unerwartet zum ersten Mal seit Februar 2021 unterhalb von 2% (bei 1.0%). Auch die Einkaufsmanager der Industrie geben seit vier respektive zwei Monaten sinkende Ein- und Verkaufspreise an. Im Dienstleistungsbereich bleibt der Preisdruck jedoch erhöht.

## Deutschland Fehlende Arbeitskräfte

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.2%	2023: -0.2%
2024: 0.6%	2024: 1.1%

Sowohl Umfrage- als auch Aktivitätsdaten für Deutschland waren im letzten Monat enttäuschend. Detailhandelsumsätze und Industrieproduktion stiegen im April weniger stark als erwartet, der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie fiel im Juni weiter unter die Marke von 50 und auch der PMI für den Dienstleistungssektor lag unter den Erwartungen (auf immer noch hohen Niveaus), wobei das ausstehende Geschäft erstmals seit Januar rückläufig war. Die Beschäftigung steigt jedoch weiter an, und immer noch geben sowohl im Industrie- als auch im Dienstleistungsbereich deutlich mehr Firmen als vor der Pandemie fehlende Arbeitskräfte als produktionshindernden Faktor an. Der Arbeitskräftemangel wird die deutsche Wirtschaft noch länger beschäftigen. Die Erwerbsbevölkerung könnte bis 2035 um 8% schrumpfen und die Bundesagentur für Arbeit schätzt, dass jährlich rund 400 000 qualifizierte Arbeitskräfte fehlen werden. Die Arbeitsmarktpartizipation ist in Deutschland bei 70% relativ hoch, womit das Steigerungspotenzial hier limitiert ist. Bleibt also nur die Immigration, welche sich vor dem starken Anstieg aufgrund des Ukrainekriegs seit 2015 auf einem Abwärtstrend befand. Vor diesem Hintergrund hat die Bundesregierung jüngst ein neues Einwanderungsgesetz verabschiedet, welches die Immigration für Arbeitskräfte erleichtern soll.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.0%	2023: 6.0%
2024: 2.3%	2024: 2.5%

Der Arbeitskräftemangel wird den Lohn- und damit den Preisdruck über die kommenden Jahre insbesondere im Dienstleistungsbereich strukturell hoch halten. Zyklisch zeichnet sich aber immerhin bei den Güterpreisen etwas Entspannung ab. Die Produzentenpreise waren im Mai stärker als erwartet rückläufig und Industriefirmen senkten im Juni gemäss PMI erstmals seit 2020 ihre Verkaufspreise. Wir rechnen deshalb mit einem graduellen Rückgang der Inflation auf 2% gegen Ende 2024, jedoch nicht mit einem Rückgang auf Vor-Pandemie-Raten von durchschnittlich 1.2%.

## Frankreich Aus dem Tritt

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.6%	2023: 0.6%
2024: 0.9%	2024: 0.9%

Zum Beginn der ruhmreichen Tour de France gerät die Konjunktur in Frankreich etwas aus dem Tritt. Die zu Beginn des Jahres erhofften Impulse aus China fallen auch hierzulande geringer aus. Zudem bedeutet die fortgesetzte Straffung der Geldpolitik durch die EZB spürbaren Gegenwind für das Gewerbe. Die Indexkomponente «Auftragseingang» im Einkaufsmanagerindex für die Industrie fiel im Juni auf den niedrigsten Wert für 2023, ein ungünstiges Vorzeichen für die zweite Jahreshälfte. In der Konjunkturprognose ist es beinahe unmöglich, den exakten Zeitpunkt eines zyklischen Wendepunkts vorherzusehen, selbst wenn die fundamentalen Entwicklungen korrekt analysiert worden sind. Anhand der heute verfügbaren, teils hochfrequenten Datenreihen liegt es nahe, den Moment der wirtschaftlichen Abkühlung auf die Mitte des Monats Mai zu datieren. Gemäss der Online-Jobinserate-Plattform Indeed sinkt seit diesem Zeitraum das Volumen der online geschalteten Stelleninserate über alle Sektoren hinweg. Zudem haben sich in den vergangenen Wochen auch die Werte der am stärksten beachteten Unternehmerumfragen weiter verschlechtert. Neben der fortgesetzten Schwächeperiode im verarbeitenden Gewerbe fiel im Juni nun auch der Einkaufsmanagerindex für das Dienstleistungsgewerbe unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.8%	2023: 5.3%
2024: 2.1%	2024: 2.7%

Auch in Frankreich ist die Jahresveränderungsrate der Produzentenpreise rückläufig. Allerdings liegen bisher erst Werte bis und mit April vor. Gemäss oben erwähnter Umfrage unter den Einkaufsverantwortlichen senkte die Mehrheit der befragten Firmen im verarbeitenden Gewerbe seither ihre Verkaufspreise. In einer Antwort auf politischen Druck haben sich die grossen Einzelhandelsfirmen dazu verpflichtet, die günstigeren Einkaufspreise an die Kundschaft weiterzugeben. Diese Beobachtungen erklären unsere vergleichsweise niedrige Prognose zur Inflationsrate.

## Italien

### Industriesektor unter Druck

Der italienischen Wirtschaft, die seit der Pandemie überraschend dynamisch unterwegs war, laufen allmählich die Wachstumstreiber aus. Die Investitionen im Wohnbereich, eine Folge von zeitlich begrenzten Anreizen für energetische Sanierungen, haben den Höhepunkt bereits überschritten. Derweil stottert wie in anderen Ländern der Industriemotor. Der Abwärtstrend bei der Industrieproduktion hat sich (saisonbereinigt) im April 2023 beschleunigt, und die Zeichen stehen gemäss Einkaufsmanagerindizes weiter auf Kontraktion. Besonders schwach unterwegs ist der zyklische Chemiesektor, während die Pharma- und die Transportindustrie (hier insbesondere die Luftfahrt) nach wie vor gut unterwegs sind. Der Graben zum Dienstleistungssektor hat sich ausgeweitet. Der Aufwärtstrend bei den Einzelhandelsumsätzen ist ungebrochen, und die Konsumentenstimmung überraschte im Juni positiv. Die persönliche finanzielle Situation wird vermutlich wegen der fallenden Inflation positiver eingeschätzt, während die Jobsicherheit trotz der leicht steigenden Arbeitslosenquote im ersten Quartal wieder besser bewertet wurde.

## Spanien

### Moderater Lohnkostendruck

Der Inflationsdruck in Spanien hat im Mai weiter nachgelassen. Die Gesamtinflation fiel von 4.1% auf 3.2% im Vergleich zum Mai im Vorjahr. Der Rückgang der Kerninflation verläuft analog zur Entwicklung in der Eurozone als Ganzes etwas schleppender und liegt mit 6.1% im Mai doppelt so hoch wie die Gesamtinflation. Wir erwarten, dass sich dieser Abwärtstrend im Juni fortgesetzt hat. Die EZB hat im Juni ihre Inflationsprognose deutlich angehoben und Lohnkostendruck als einen der Hauptgründe aufgeführt. Dieser entwickelt sich aber sehr heterogen innerhalb der Währungsunion. In Spanien sind zwar die durchschnittlichen Lohnkosten pro Arbeitskraft im ersten Quartal auch angestiegen, doch sollte die Entwicklung mittelfristig günstiger ausfallen als in der Eurozone als Ganzes. In Spanien orientieren sich die Verhandlungen der Vertragslöhne an der Gesamtinflation. Zudem tritt ein neuer nationaler Tarifvertrag mit dreijähriger Laufzeit in Kraft, der Teil der jüngsten Arbeitsmarktreform ist. Diese Faktoren sollten dazu beitragen, dass der Druck auf die Lohnkosten vergleichsweise moderat bleibt.

## Schweiz

### Weiter nachlassende Dynamik

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 1.5%	2024: 1.4%

Unsere Einschätzung einer weitgehend impulslosen Entwicklung der Konjunktur bestätigt sich zum Ende des zweiten Quartals. Unternehmerumfragen tendieren auf breiter Front abwärts, mittlerweile liegen die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und die eher binnenorientierten KMU-Betriebe unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dieselbe Umfrage unter den Einkaufsverantwortlichen aus dem Dienstleistungssektor zeigt hingegen noch Wachstum an. Es ist demnach vor allem der Konsum der privaten Haushalte, welcher das Wachstum über die Sommermonate stützen dürfte. Allerdings wachsen auch bei den Schweizer Konsumenten die Bäume nicht in den Himmel. In Aussicht stehende Erhöhungen der Krankenkassenprämien und der Mieten mindern die Kaufkraft über die kommenden Quartale. Im Vergleich zu den Vorjahren ist darüber hinaus davon auszugehen, dass inländische Kaufkraft in den Sommermonaten ins europäische Ausland abfliessen wird, da der Nachholbedarf bei den Auslandsreisen nach wie vor hoch scheint. Die gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten sowie die schleppenden Bewilligungsverfahren bremsen zudem die Dynamik in der Bauwirtschaft.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.4%
2024: 1.6%	2024: 1.4%

Unser Modell sagt für die zweite Jahreshälfte einen temporären Rückgang der Inflationsrate unter den Schwellenwert von 2% vorher. Dieses Modell basiert auf dem Produzenten- und Importpreisindex sowie der Entwicklung der Dienstleistungspreise gemäss Einkaufsmanagerindex. Gegen Ende des Jahres und zu Anfang von 2024 wird die Inflation auf Konsumentenebene durch Sondereffekte beeinflusst, welche das Modell nicht berücksichtigt: Neben den steigenden Bestandesmieten für Wohnungen zählen die Preiserhöhungen im öffentlichen Verkehr und die Anhebung der Mehrwertsteuer dazu. Auch eine erneute Erhöhung der Strompreise ist für 2024 absehbar.

## Grossbritannien Stagflation?

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.0%	2023: 0.1%
2024: 0.4%	2024: 0.8%

Das monatliche BIP wuchs im April um 0.2% im Vergleich zum Vormonat und konnte den Verlust vom März zumindest teilweise wieder gutmachen. Die Erholung wurde vor allem vom Dienstleistungssektor getrieben, der sich teilweise vom Einfluss des schlechten Wetters im März erholte. Gleichzeitig schrumpften die Industrieproduktion sowie das Baugewerbe. Es war jedoch der erste negative monatliche Wachstumsbeitrag der Industrie seit August 2022. Die Industrieproduktion hat sich seit letztem Sommer insgesamt erholt. Diese Entwicklung steht im Kontrast zum Einkaufsmanagerindex für die britische Industrie, der während dieser Zeit konstant unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 lag. Wie auch im Industriesektor bremsen die steigenden Finanzierungskosten die Investitionstätigkeit im Bausektor. Der Arbeitsmarkt bleibt robuster als erwartet. Die Arbeitslosenquote ist im April überraschenderweise erneut gefallen, während das Lohnwachstum auf 7.2% angestiegen ist. Das ist das höchste Niveau in der Zeit nach der Pandemie. Die Daten stehen im Kontrast zu den Erwartungen der Bank of England (BoE), die von einer Verlangsamung der Lohnodynamik ausging. Die unerwartete Verschärfung der Lage auf dem Arbeitsmarkt sowie die hohe Kerninflation dürften den Druck auf die BoE hoch halten, die Zinsen weiter anzuheben. Wir sehen mittlerweile die Gefahr einer Stagflation in Grossbritannien als signifikant.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.4%	2023: 7.3%
2024: 2.8%	2024: 3.2%

Die Gesamtinflation blieb im Mai konstant hoch bei 8.7% im Vergleich zum Vorjahr, die Kerninflation stieg jedoch überraschenderweise weiter an. Der Haupttreiber waren die Dienstleistungspreise, jedoch blieben auch Lebensmittel- und Konsumgüterinflation hoch. Die BoE hat im Juni die Zinsen erneut und mehr als erwartet erhöht. Der Markt erwartet momentan weitere Zinserhöhungsschritte bis zu 6% (von momentan 5%), was wir jedoch als etwas übertrieben erachten.

## China Tiefer Preisdruck

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.8%	2023: 5.7%
2024: 5.2%	2024: 4.9%

Nachdem die Wirtschaftsdaten für April bereits deutlich schwächer ausgefallen sind als erwartet, deuten auch die Mai-Daten darauf hin, dass sich die Erholung bereits wieder abschwächt. Die Aussenhandelszahlen für Mai haben erneut deutlich nach unten überrascht. Besonders die Exporte sind im Mai stark eingebrochen. Auch die Importe schrumpften erneut. Nachdem die Industrieproduktion im April signifikant tiefer ausgefallen ist als erwartet, entsprachen die Daten für Mai zwar den Erwartungen, die jedoch nach unten geschraubt wurden. Der offizielle Einkaufsmanagerindex für den Industriesektor blieb im Mai für den zweiten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50. Weiterhin robust bleibt der Privatkonsum. Die Einzelhandelsumsätze wuchsen weiterhin stark. Jedoch spielen hier immer noch gewisse Basiseffekte aufgrund der Lockdowns im letzten Jahr eine Rolle. Die Regierung hat auf diese schwachen Daten bereits reagiert. Die chinesische Zentralbank hat überraschenderweise Mitte Juni ihren Leitzins um 0.1 Prozentpunkte gesenkt. Die tiefe Inflation gibt der Zentralbank etwas Spielraum. Die schwächelnden Daten haben auch die Spekulationen über mögliche Stimuluspakete der Regierung wieder erhöht. Wir sehen jedoch momentan die Wahrscheinlichkeit eines bedeutsamen Pakets, v. a. im Infrastruktur- oder im Immobilienbereich, als gering.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 1.2%	2023: 1.3%
2024: 2.0%	2024: 2.3%

Chinas Inflationsrate der Konsumentenpreise stieg zwar im Mai minimal an, liegt aber mit 0.2% im Vergleich zum Vorjahr immer noch sehr tief. Die Produzentenpreise liegen mit -4.6% im Vergleich zum Vorjahr weiterhin deutlich im deflationären Terrain. Der tiefe Preisdruck deutet ebenfalls nicht auf eine überhitzende Wirtschaft hin.

## 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 Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@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](mailto:info@swisslife-am.com).

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

Drittes Quartal 2023

## Kernaussagen

- Die Schwellenländer verzeichneten ein robustes Wachstum im ersten Quartal
- Chinas Wirtschaftsaufschwung scheint bereits wieder an Dynamik zu verlieren
- Verschiedene Schwellenländer sollten von dem «Friend-Shoring»-Trend profitieren können

## Die Zahl

15%

Die türkische Zentralbank hat Mitte Juni ihren Leitzins von 8.5% auf 15% angehoben. Das war zwar ein kleinerer Zinsschritt als vorgängig erwartet, symbolisiert aber dennoch einen ersten Schritt in Richtung einer nachhaltigeren Geldpolitik. Nachdem Präsident Erdogan die Wiederwahl Ende Mai gewonnen hatte, hat er ein neues ökonomisches Team ernannt, darunter auch einen neuen Gouverneur der Zentralbank. Präsident Erdogan ist ein selbsternannter Gegner von höheren Zinsen als Instrument im Kampf gegen Inflation (39.6% im Mai). Deshalb ist abzuwarten, wie nachhaltig diese Entwicklung ist. Der jüngste Zerfall der Lira zeigt, dass die Märkte ihre Zweifel haben.

## Die Grafik



Die Inflation in China befindet sich weiterhin auf sehr tiefem Niveau. Die Konsumentenpreis-inflation lag im Mai bei 0.2% im Vergleich zum Vorjahr. Tiefere Konsumgüterinflation sowie fallende Transportkosten sind die Haupttreiber dieses Rückgangs, während die Lebensmittelpreise im Mai stark angestiegen sind. Auch die Produzentenpreis-inflation ist stark zurückgegangen und lag im Mai erneut in deflationärem Gebiet. Der tiefe Preisdruck deutet nicht auf eine überhitzende chinesische Wirtschaft hin und bedeutet, dass China momentan eher Deflation exportiert, als wie zuvor befürchtet zum globalen Preisdruck beiträgt.

## Chinas Erholung schwächelt bereits

Nachdem die Wirtschaftsdaten für April bereits deutlich schwächer ausgefallen sind als erwartet, deuten auch die Mai-Daten darauf hin, dass sich die Erholung bereits wieder abschwächt. Die Aussenhandelszahlen für Mai haben erneut deutlich nach unten überrascht. Besonders die Exporte brachen im Mai im Vergleich zum Vorjahr stark ein. Auch die Importe schrumpften erneut. Nachdem die Industrieproduktion im April signifikant tiefer ausfiel als erwartet, entsprachen die Daten für Mai zwar den Erwartungen, die jedoch nach unten geschraubt wurden. Der offizielle Einkaufsmanagerindex für den Industriesektor blieb auch im Mai für den zweiten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50. Mit einem Wert von 48.8 liegt er auf dem tiefsten Niveau seit Dezember 2022. Der Index für den Dienstleistungssektor verzeichnete im Mai ebenfalls seinen zweiten Rückgang in Folge, obschon er mit 53.8 immer noch deutlich über der Schwelle von 50 liegt. Weiterhin robust bleibt der Privatkonsum. Die Einzelhandelsumsätze wuchsen weiterhin stark. Jedoch spielen hier immer noch gewisse Basiseffekte aufgrund der Lockdowns im letzten Jahr eine Rolle. Die Regierung hat auf diese schwachen Daten bereits reagiert. Die chinesische Zentralbank senkte überraschenderweise Mitte Juni ihren Leitzins um 0.1 Prozentpunkte. Die tiefe Inflation gibt der Zentralbank etwas Spielraum. Ähnlich wie die Aktivitätsdaten hat die Inflationsrate in China stark nach unten überrascht. Die Konsumentenpreis-inflation lag im Mai bei 0.2%, die Produzentenpreis-inflation mit -4.6% weiterhin deutlich in deflationärem Terrain. Die schwächelnden Daten haben auch die Spekulationen über mögliche Stimuluspakete der Regierung wieder erhöht.

Grafik 1: Chinas Exporte, speziell in die ASEAN-Region, sind stark eingebrochen

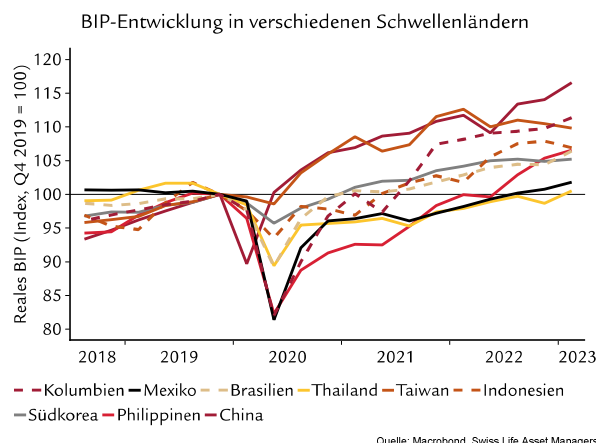


Wir schätzen jedoch momentan die Wahrscheinlichkeit eines bedeutsamen Pakets, v. a. im Infrastruktur- oder im Immobilienbereich, als gering ein.

## Robustes erstes Quartal in den Schwellenländern

Neben China verzeichneten auch die restlichen Schwellenländer im ersten Quartal ein robustes Wachstum. Das war jedoch weniger auf positive Spillover-Effekte von China zurückzuführen, sondern eher auf spezifische Faktoren in den einzelnen Ländern. In Lateinamerika wiesen insbesondere Mexiko und Brasilien ein stärkeres Wachstum als erwartet aus. Die brasilianische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal um 4% im Vergleich zum Vorjahr. Das war vor allem dem Landwirtschaftssektor geschuldet, der aufgrund ergiebiger Ernten ein starkes Wachstum verzeichnete. In Mexiko war der starke Dienstleistungssektor der Haupttreiber des robusten Wachstums von 3.9% im ersten Quartal. In Asien hingegen blieb das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal etwas hinter den Erwartungen zurück, mit der Ausnahme von Indonesien. Die asiatischen Wirtschaften konnten weniger stark vom chinesischen Aufschwung profitieren als zuvor erwartet. Im Gegensatz zu früheren Wachstums-episoden wurde die chinesische Wirtschaft dieses Mal hauptsächlich durch eine Erholung des Dienstleistungssektors getragen, wodurch die positiven Spillover-Effekte auf den Rest der Welt weniger ausgeprägt waren. Nichtsdestotrotz liegt das Bruttoinlandsprodukt in allen Ländern der Region wieder über dem Niveau von vor der Pandemie. Obwohl die Schwellenländer die schwächelnde globale Wirtschaft zu spüren bekommen sollten, dürfte sich das Wachstum in diesen Ländern auch im zweiten Halbjahr 2023 etwas

Grafik 2: Das BIP der Schwellenländer liegt wieder deutlich über dem Vorpandemie-Niveau





robuster halten im Vergleich zu entwickelten Ländern. Die Gesamtinflation in den Schwellenländern sah einen starken Rückgang. Während analog zu den entwickelten Ländern auch hier die Kerninflation etwas hartnäckiger bleibt, gehen wir davon aus, dass auch sie sich im zweiten Halbjahr langsam normalisieren sollte.

## «Friend-Shoring»: Gewinner und Verlierer

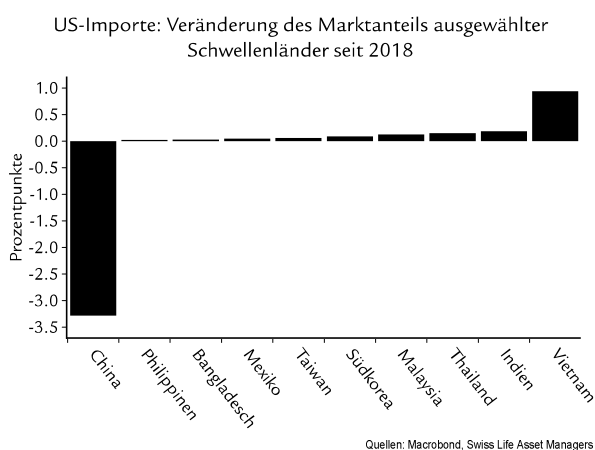
Der Begriff «Friend-Shoring» bedeutet die Beschränkung des Handels auf befreundete Staaten. Von diesem Trend ist besonders China negativ betroffen. Nach der Pandemie ist eine gewisse Diversifizierung der Lieferketten weg von China zu beobachten. Wir haben schon einmal im Rahmen dieser Publikation über die sogenannte «China-plus-1»-Strategie geschrieben. Mit «Friend-Shoring» wird nun etwas deutlicher, welche Schwellenländer davon profitieren könnten. Ein häufig erwähnter potenzieller Profiteur ist Indien. Die indische Regierung hat vor Kurzem eine Initiative lanciert, um internationale Industrieunternehmen anzusiedeln (vgl. nächster Abschnitt), die bereits einige Erfolge verzeichnen konnte. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass Indien aufgrund von «Friend-Shoring» einen grossen Industrieboom erleben wird, sondern sehen ein stetes Wachstum als wahrscheinlicher. In Südostasien dürfte Vietnam weiterhin profitieren. Das Land konnte seit der Pandemie seinen Anteil an den globalen Exporten bereits deutlich ausbauen. Ausserhalb von Asien sehen wir vor allem Mexiko als ein Land, das von der Diversifizierung profitieren könnte, gerade im Hinblick auf Investitionen aus den USA. Mexiko hat bereits ein langjähriges Handelsabkommen mit den USA. Auch die geografische Nähe und die

tiefen Lohnkosten sind ein Vorteil. Jedoch hat die politische Planungssicherheit in Mexiko über die letzten Jahre abgenommen. So wurden private Investitionen in verschiedenen Bereichen wie erneuerbare Energie durch die mexikanische Regierung erschwert. Das könnte eine Hürde für signifikantere Investitionen in Mexiko darstellen.

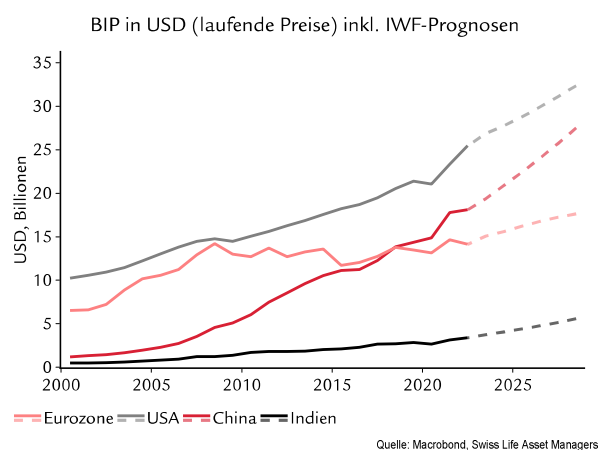
## Indien: das nächste China?

Indien hat China vor Kurzem als bevölkerungsreichstes Land der Welt überholt. Seither wird wieder vermehrt darüber diskutiert, wann Indien China auch wirtschaftlich überholen wird. Es gibt verschiedene Faktoren, die für eine positive Entwicklung Indiens sprechen. Das Durchschnittsalter der indischen Arbeitskräfte ist sehr tief. Die Regierung hat in den letzten Jahren massiv in die Infrastruktur des Landes investiert, v. a. im Transportbereich und in der Digitalisierung. Indiens Wirtschaft ist für ein Schwellenland überdurchschnittlich stark abhängig von seinem Dienstleistungssektor. Deshalb hat die Regierung wie bereits erwähnt eine gross angelegte Initiative lanciert, um internationale Industrieunternehmen anzusiedeln. Während erste Erfolge verzeichnet werden konnten, bleiben gewisse Hindernisse. Das Vertrauen in die Stabilität der Politik bleibt tief. Der Fokus der indischen Regierung auf sogenannte inländische «Champions» könnte Investitionen abhalten. Dieses Risiko eines ungleichen Wettbewerbsumfelds für inländische und ausländische Firmen könnte erklären, wieso sich ausländische Bruttodirektinvestitionen verlangsamt haben. Wir gehen deshalb nicht davon aus, dass Indien einen Industrie-Boom erleben wird, sondern sehen eher ein kontinuierliches Wachstum als wahrscheinlich.

**Grafik 3: Der Anteil an US-Importen aus Vietnam hat bereits deutlich zugenommen**



**Grafik 4: Ein Industrie-Boom dürfte in Indien ausbleiben**



## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

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

Juli 2023

## Zinsen und Anleihen

Führen uns die Zentralbanken in eine Rezession?

### USA

- In den USA entwickelten sich im Juni Staats- und Unternehmensanleihen recht gut. Die Anleiherenditen zogen leicht an, während sich die Spreads auf Unternehmensanleihen verengten, was die starke Nachfrage nach Risikoanlagen widerspiegelt.
- Das Fed hielt die Leitzinsen stabil, was sich mit seinen Ankündigungen deckt. Dies erlaubt es ihm, die verzögerten Effekte höherer Fremdkapitalkosten auf die Wirtschaft zu beobachten. Die Markterwartungen tendieren zu einem weiteren Zinsschritt dieses Jahr, gefolgt von Zinssenkungen 2024.

### Eurozone

- Die Renditen auf Staatsanleihen werden weiterhin in engen Bahnen gehandelt. Sie stiegen in der ersten Junihälfte an und gingen danach zurück, während sich die Spreads auf Firmenanleihen verengten.
- Die EZB hob die Zinsen um 25 BP an, erhöhte ihre Inflationsprognose und sendete restriktive Signale aus. Zudem zeichnete sich ein Abschwung ab: Die Umfragedaten sanken deutlich, ein Zeichen für eine mögliche Rezession. Trotzdem rechnen die Anleger für 2023 mit zwei weiteren Zinsschritten.

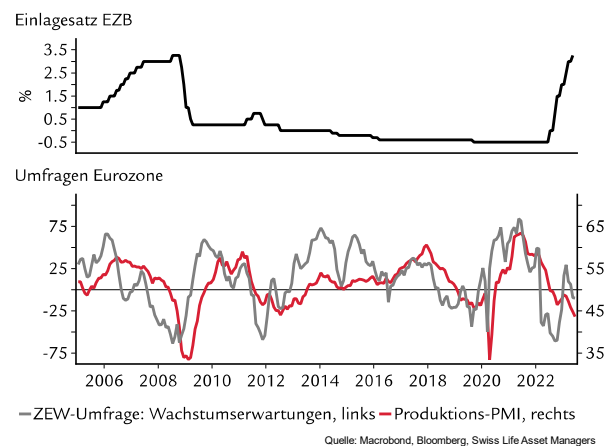
### Vereinigtes Königreich

- Das Vereinigte Königreich sieht sich einer potenziellen Stagflation gegenüber, also hoher Inflation und flauem Wirtschaftswachstum. Die Konsumenten spüren dies, da ihre Kaufkraft schwindet und sie die Hauptlast der steigenden Zinsen tragen.
- Die Bank of England (BoE) überraschte den Markt mit einem Zinsschritt von 50 BP. Der Markt preist aufgrund der hartnäckig hohen Inflation bis Jahresende weitere Zinsschritte von 100 BP ein.

### Schweiz

- Die Schweizer Renditen blieben trotz dem erwarteten Zinsschritt der SNB von 25 BP stabil.
- Die Inflation scheint mit derzeit 2.2%, also etwas über dem Ziel der SNB, abzuflauen. Das könnte sich aber ändern, da später im Jahr höhere Mieten ins Spiel kommen dürften.

### Frühindikatoren deuten auf weiteres Leid hin



Im Juni erhöhte die EZB ihre Zinsen zum achten Mal in Folge; die Leitzinsen stiegen innerhalb von weniger als einem Jahr um insgesamt 4%. Die Kerninflation der Eurozone blieb jedoch bei 5.3%, was zeigt, dass sich der beispiellose Straffungszyklus nur begrenzt auf die Wirtschaft auswirkte. Die Arbeitslosenquote liegt auf dem tiefsten Stand seit Jahrzehnten und die Unternehmensgewinne sind fast so hoch wie noch nie, was keine direkt bevorstehende Rezession signalisiert. Das ist die Herausforderung. Primäres Ziel der EZB ist es, die Inflation mit Zinserhöhungen und quantitativer Straffung bei ca. 2% zu halten. Beide Instrumente wirken sich jedoch mit starker Verzögerung auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation aus. Das erschwert eine sanfte Landung. Dazu kommt, dass die Inflation selbst ein nachlaufender Indikator ist, der oft in oder kurz vor einer Rezession seinen Höhepunkt erreicht. Daher sehen wir ein grosses Risiko, dass die Zentralbanken die Geldpolitik über längere Zeit zu fest strafen und die Anzeichen eines Abschwungs nicht erkennen. Einkaufsmanagerindizes (PMI) und Produzentenpreise fallen bereits stark, aber die EZB dürfte die Zinsschritte und den Bilanzabbau fortsetzen, was den Abschwung noch verschärfen könnte. Angesichts dieses Ausblicks bleiben wir beim Kreditrisiko vorsichtig, erhöhen unsere Duration und setzen auf sinkende längerfristige Zinsen.

# Aktien

US-Tech-Aktien bleiben die treibende Kraft

## USA

- Der US-Aktienmarkt legte im Juni um 4.9% zu, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von +14.9% führte (alle Daten in diesem Text per 27. Juni).
- Die jüngste Rally beschränkt sich auf eine kleine Gruppe von Aktien. Der FANG+-Index, der die grossen Tech-Firmen umfasst, stieg seit Jahresbeginn um 70%. Zum Vergleich: Der Index, der die einzelnen Titel des S&P 500 gleich gewichtet, legte nur 5.4% zu.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt immer noch über dem historischen Durchschnitt. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor. Die unausgewogene Performance in diesem Jahr gibt Anlass zur Sorge.

## Eurozone

- Der europäische Aktienmarkt legte im Juni um 1.5% zu und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 10.9%.
- Die jüngsten Wirtschaftsdaten aus der Eurozone fielen schwächer aus als erwartet, die US-Daten entsprachen den Erwartungen.
- Historisch gesehen bleibt der europäische Markt sehr attraktiv bewertet.

## Vereinigtes Königreich

- Die Performance lag im Juni bei 0.3%. Seit Jahresbeginn legte der britische Markt 0.3% zu.
- Er bleibt von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Wir glauben aber, dass er nicht ohne Grund billig ist, denn im Land herrscht derzeit grosse wirtschaftliche Unsicherheit.

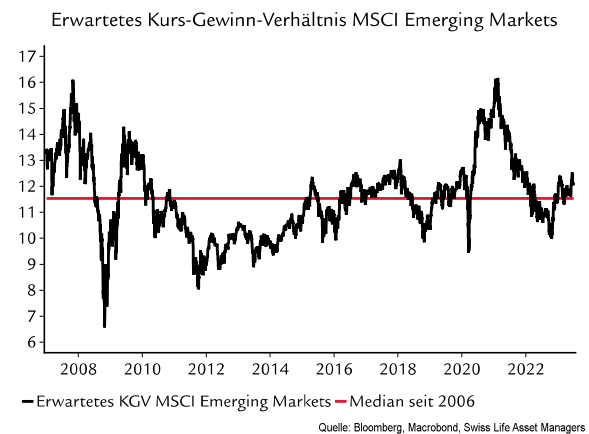
## Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt sank im Juni um 0.8% und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 6%.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

## Schwellenländer

- Der Juni war mit einer Performance von 4.2% für Schwellenländeraktien sehr positiv. Seit Jahresbeginn legte der Markt 5.4% zu und liegt damit hinter den übrigen Aktienmärkten zurück.
- Die chinesischen Wirtschaftsdaten enttäuschen weiterhin, was die Stimmung trübt.

## Warum schneiden Schwellenländeraktien nicht besser ab?



2023 ist ein weiteres Jahr, in dem Schwellenländeraktien hinter den Industrieländern zurückbleiben. In den letzten zehn Jahren betrug die Unterperformance mehr als 100% und Aktien aus Industrieländern schnitten in sieben dieser zehn Jahre besser ab. Betrachtet man die Zahlen seit 2000, vermochten die Schwellenländeraktien die Industrieländer um rund 50% zu schlagen. Schwellenländeraktien zeigten sich jüngst aus Bewertungssicht recht attraktiv. Aktuell liegt das erwartete KGV bei rund 12.1 und damit leicht über dem 17-jährigen Median, dasjenige von Aktien aus Industrieländern bei 16.9. Die Differenz dazwischen liegt über dem historischen Durchschnitt. Um die Entwicklung von Schwellenländeraktien zu verstehen, muss man China betrachten. Chinas Aktienmarkt hat in den letzten zehn Jahren die Performance der Schwellenländeraktien bestimmt und ist mit Abstand die grösste Indexkomponente (Gewichtung 29%). Chinas Problem ist, dass sich das Wirtschaftswachstum und das Vertrauen der Märkte in seine Institutionen in den letzten zehn Jahren, v. a. seit der Pandemie, verschlechtert haben. Das Wirtschaftswachstum ging von über 10% im Jahr 2010 auf rund 5% zurück. Inländische, demografische und geopolitische Themen, insbesondere der Immobiliensektor, bereiten den Anlegern Sorgen. Diese Themen dürften den chinesischen Aktienmarkt künftig belasten. Sie dürften die attraktive Bewertung von Schwellenländeraktien und die viel expansivere Geldpolitik in China überwiegen. Wir sehen daher derzeit keinen Grund für eine anhaltende Outperformance von Schwellenländeraktien. Auch eine mögliche milde globale Rezession spricht nicht dafür, die Position in Schwellenländeraktien auszubauen.

## Währungen

Schlechterer Ausblick für die Eurozone belastet EUR

### USA

- Nach einem starken Mai wertete der USD im Juni vs. die meisten Hauptwährungen ab, wobei die chinesische und die türkische Währung die grossen Ausnahmen waren.
- Dennoch dürfte der USD im dritten Quartal 2023 wieder aufwerten. Die Rezessionsrisiken scheinen für die USA bereits ausreichend eingepreist und der Konjunkturausblick für Europa verschlechtert sich wohl etwas schneller als von den Märkten erwartet. Für die nächsten drei Monate ist unsere Sicht auf EUR/USD negativ.

### Eurozone

- Bei Redaktionsschluss hatte der EUR im Juni handelsgewichtet 1.7% aufgewertet.
- Neben dem oben angeführten Argument dürfte auch ein technischer Faktor zur Schwächung von EUR/USD über die nächsten drei Monate beitragen. Die spekulative Positionierung spricht nach wie vor für den EUR und eine Auflösung dieser Positionen könnte kurzfristig zur EUR-Schwäche beitragen.

### Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete vs. USD und EUR in der ersten Junihälfte auf, verlor aber dann wieder an Boden.
- Die Markterwartungen bezüglich Zinsschritten der BoE sind deutlich gestiegen und dürften übertrieben sein. Daher ist unsere Sicht auf GBP/USD für die nächsten drei Monate negativ.

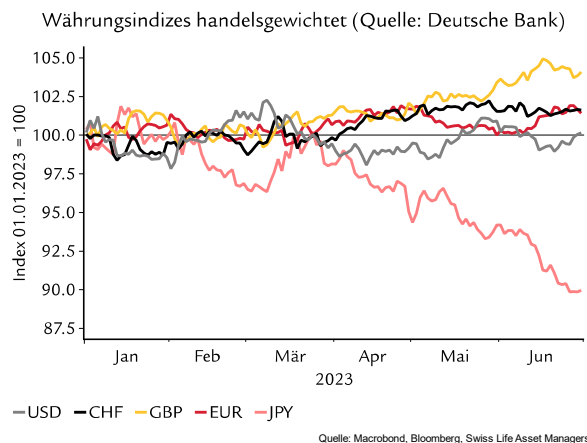
### Schweiz

- Handelsgewichtet blieb die CHF-Performance im Juni unverändert.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF für das dritte Quartal 2023 ist neutral. Der trotz tiefer Inflationzahlen überraschend restriktive Tonfall der SNB könnte darauf hindeuten, dass die SNB einen schwächeren CHF nicht akzeptieren will.

### Japan

- USD/JPY zeigte im Juni mit 4% weiterhin stark nach oben.
- Angesichts der starken Unterbewertung des JPY ist unsere Sicht auf USD/JPY für die nächsten drei Monate neutral.

### Bisher ein verlorenes Jahr für den JPY



Wenn wir nach dem ersten Halbjahr 2023 Bilanz ziehen, sehen wir unter den wichtigsten Industrieländerwährungen einige Gewinner und einen grossen Verlierer (siehe Grafik). Handelsgewichtet büsste der JPY im ersten Halbjahr rund 10% ein. Obwohl die Inflation auch in Japan anzieht und nun deutlich über dem 2%-Ziel der Bank of Japan (BoJ) liegt, wurden die Erwartungen an einen restriktiven Kurswechsel des neuen BoJ-Chefs Kazuo Ueda enttäuscht. Er entschied sich für den Kurs seines Vorgängers Haruhiko Kuroda, der eine längere Phase ultralockerer Geldpolitik eingeleitet hatte, und bekräftigte im Juni, dass die BoJ nur dann einen Kurswechsel vollziehen werde, wenn sie «einigermaßen sicher» sei, dass die Inflation bis ins Jahr 2024 anziehen werde. Diese Aussagen befeuerten den JPY-Ausverkauf, weil sich die Zinsdifferenzen gegenüber allen anderen grossen Industrieländern ausweiteten. Derweil war das GBP im Jahr 2023 bisher der beste Performer. Trotz stagnierender Wirtschaft wertete die britische Währung handelsgewichtet fast 4% auf. Hauptgrund dafür ist die starke Ausweitung der Zinsdifferenzen, weil die Märkte ihre Erwartungen an weitere Zinsschritte durch die BoE zur Bekämpfung der hohen und steigenden Inflation erhöht haben. Es scheint, dass die Zinsdifferenzen bezüglich der Währungsentwicklung derzeit die treibende Kraft sind. Dies dürfte der SNB nicht entgangen sein und zu ihrer restriktiven Rhetorik im Juni beigetragen haben, denn eine schwächelnde Währung wäre ein zusätzliches Inflationsrisiko.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Juli 2023 – Third-Party Asset Management

## Asset Allocation

Überraschend robuste Aktienmärkte

### Zusammenfassung

- Der Juni begann positiv, aber die Marktstimmung schlug in der zweiten Monathälfte um und machte einen Teil der Gewinne wieder zunichte.
- Die positive Stimmung wurde von der Hoffnung auf eine weniger restriktive Geldpolitik und ein solideres Wirtschaftswachstum befeuert. V.a. in den USA blieben die Wirtschaftsdaten tatsächlich unerwartet robust, Zentralbanken zeigen sich aber weiterhin entschlossen, die Inflation zu bekämpfen.
- Es ist unwahrscheinlich, dass die Volkswirtschaften keine Schäden durch die straffe Geldpolitik davontragen werden. Da die Finanzmärkte dieses Risiko nicht einpreisen, halten wir an unserer vorsichtigen Strategie fest und halten unsere Aktienquote tief.

### Zinsen und Anleihen

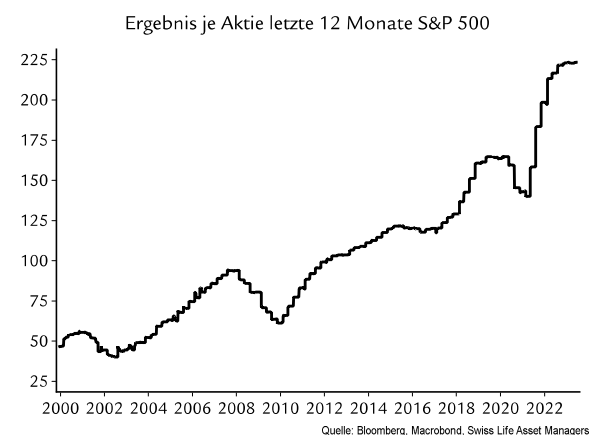
- Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen blieben im Juni in allen Hauptwährungen relativ stabil. Da die Inflationserwartungen gesunken sind, blieben die US-Realzinsen nahe den jüngsten Hochs.
- Aufgrund der gleichen positiven Erwartungen wie bei den Aktienmärkten verengten sich die Kreditspannen bei Investment-Grade-Firmenanleihen leicht und bei High-Yield-Anleihen etwas stärker.
- Die relativ hohen Realzinsen sind attraktiv und untermauern unsere Präferenz für Staatsanleihen vs. Unternehmensanleihen aller Qualitäten. Dennoch bieten Kreditspannen, auch wenn sie tiefer sind als erhofft, einen gewissen Mehrwert, da Firmenanleihen attraktiver bewertet sind als Aktien.

### Aktien

- Die Aktienmärkte (ausser in der Schweiz) verzeichneten trotz den Korrekturen einen guten Monat.
- Es ist schwer nachvollziehbar, warum die Aktienmärkte, die bereits 2021 teuer waren, die Korrektur von 2022 in einem für sie aufgrund der restriktiven Geldpolitik ungünstigen Wirtschaftsklima grösstenteils rückgängig gemacht haben.
- Deshalb bleiben wir bei Aktien vorsichtig.

### Warum so pessimistisch?

Die Aktienmärkte entwickeln sich besser, als man das angesichts der deutlich strafferen Geldpolitik und dem zunehmenden Risiko einer Konjunkturabkühlung erwarten würde. Werden künftige Gewinne mit den aufgrund der restriktiven Geldpolitik höheren Zinsen stärker abdiskontiert, sollten die Aktienkurse fallen, es sei denn, das Gewinnwachstum beschleunigt sich. Fallen die Kurse nicht, gehen Anleger davon aus, dass die Gewinne steigen und/oder die Zinsen bald sinken werden. Beide Annahmen sind derzeit fragwürdig. Die Zentralbanken dürften ihre Geldpolitik so schnell nicht ändern, es sei denn, die Konjunktur schwächt sich deutlich ab. Und wie die folgende Grafik zeigt, zog der Gewinn je Aktie (EPS) der S&P-500-Unternehmen seit 2021 bereits stark an.



Dies ist zwei Faktoren geschuldet: der Erholung von der Covid-19-Pandemie und den grosszügigen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen zur Abfederung der wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie. Eine weitere Beschleunigung halten wir für unrealistisch. Das Gewinnwachstum schwächte sich in den letzten Monaten bereits deutlich ab, während die Zinsen hoch blieben. Sofern sich die Geldpolitik nicht bald ändert oder die Gewinne nicht rasch ansteigen, müssen die Aktienmärkte ihre Erwartungen herunterschrauben und die Kurse dadurch sinken.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

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