

August 2023

## Kernaussagen

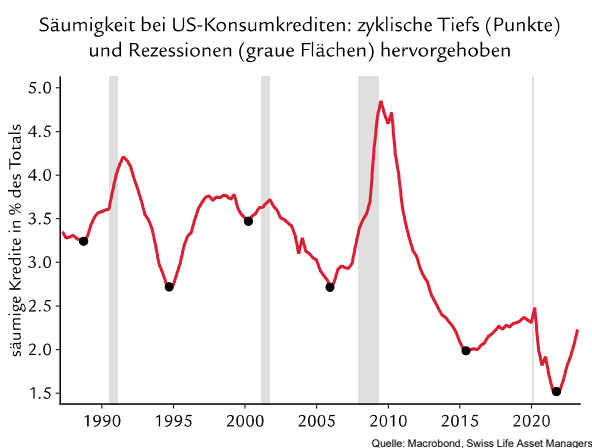
- USA: Frühwarnindikatoren deuten nach wie vor auf eine Wirtschaftsabschwächung hin
- Eurozone: Trotz rückläufiger Inflation ist es für eine Entwarnung für die EZB noch zu früh
- China: Nach schwachem Wachstum im zweiten Quartal ist das erhoffte Stimuluspaket ausgeblieben

## 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	1.5% ↑	1.6% ↑	0.1% ↓	0.5%	4.0% ↓	4.1%	2.5%	2.6%
Eurozone	0.4%	0.5% ↓	0.8%	0.9%	5.5%	5.4%	2.4%	2.4%
Deutschland	-0.2%	-0.3% ↓	0.6%	1.1%	6.0%	5.9% ↓	2.3%	2.6% ↑
Frankreich	0.5% ↓	0.6%	0.9%	0.9%	4.8%	5.1% ↓	2.1%	2.5% ↓
Italien	1.1%	1.1% ↑	0.6%	0.8%	6.1%	6.1%	2.1%	2.5%
Spanien	1.8%	2.1% ↑	1.2%	1.5%	3.5% ↓	3.6% ↓	2.2% ↓	2.9%
Grossbritannien	0.0%	0.1%	0.4%	0.4% ↓	7.6% ↑	7.4% ↑	2.9% ↑	3.2%
Schweiz	0.7%	0.8% ↑	1.3% ↓	1.4%	2.1%	2.3% ↓	1.6%	1.5% ↑
Japan	1.2%	1.2% ↑	0.7%	1.0%	2.7%	2.9% ↑	1.2%	1.7% ↑
China	5.1% ↓	5.5% ↓	4.9% ↓	4.8% ↓	0.7% ↓	1.0% ↓	1.5% ↓	2.1% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10. Juli 2023

## Grafik des Monats



Eine Rezession setzt in den USA erst dann ein, wenn sich der bisher robuste Privatkonsum abkühlt. Während Frühindikatoren aus der Industrie und dem Häusermarkt schon lange auf Rot stehen, besteht beim Konsum das Problem, dass viele Indikatoren erst drehen, wenn die Rezession bereits eingesetzt hat. Ein guter Frühindikator ist aber die Verzugsrate bei Konsumkrediten, die in der Vergangenheit ein bis zwei Jahre vor dem Beginn einer Rezession nach oben drehte. Seit Oktober 2021 steigt die Verzugsrate von tiefen Niveaus aus an. Wir erwarten folglich, dass auch beim Konsum höhere Zinsen und schärfere Kreditstandards zunehmend Bremswirkungen entfalten werden.

## USA Illusion der sanften Landung

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 1.5%	2023: 1.6%
2024: 0.1%	2024: 0.5%

Die jüngsten US-Wirtschaftsdaten zeigten für die Jahresmitte ein robustes Bild, während die Inflation im Juni weiter zurückging. Das hat an den Finanzmärkten die Idee befeuert, dass ein Ende der Leitzinserhöhungen und gar eine «sanfte Landung» der Wirtschaft bevorstünden. Während Ersteres unseren Erwartungen entspricht, halten wir Letzteres für unwahrscheinlich. Unter einer «sanften Landung» verstehen wir im aktuellen Umfeld eine Wiederbeschleunigung des Wachstums bei gleichzeitig weiter fallender Inflation. Diese Kombination wäre wohl nur während sehr kurzer Zeit denkbar, da ein neuer Nachfrageschub bald wieder höhere Inflation nach sich ziehen würde. Die eintreffenden, leicht besser als erwarteten Daten zeigen aber, dass es wohl etwas länger dauert, bis die Zinserhöhungen ihre volle Bremskraft entfalten, insbesondere im Dienstleistungsbereich und auf dem Arbeitsmarkt. Dass aber eine Abschwächung bevorsteht, darauf deuten nach wir vor die meisten Frühwarnindikatoren hin, seien es die inverse US-Zinsstrukturkurve, fallende Gütertransporte auf Strasse und Schiene, höhere Kreditsäumigkeit (siehe «Grafik des Monats»), fallende Transaktionen im Häusermarkt oder rückläufige Temporärarbeit. Wir haben folglich die erwartete Wirtschaftsschwäche etwas nach hinten verschoben, was die höhere Wachstumsprognose für 2023 und die tiefere Wachstumsprognose für das Jahr 2024 erklärt.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.0%	2023: 4.1%
2024: 2.5%	2024: 2.6%

Die Gesamt- und die Kerninflation gingen im Juni stärker zurück als erwartet: auf 3.0% respektive 4.8%. Der Rückgang der Inflation könnte aber noch breiter abgestützt sein; die Inflation des mittleren Postens in der Inflationsverteilung (Median) betrug noch immer 6.4% im Juni. Im Vormonatsvergleich trugen insbesondere fallende Flug-, Hotel- und Mietwagenpreise zur tieferen Inflation bei. Weil nun Energie-Basiseffekte auslaufen, dürfte die Gesamtinflation trotz weiter fallender Kerninflation bis Ende Jahr bei 3% verharren.

## Eurozone Geht die EZB zu weit?

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.4%	2023: 0.5%
2024: 0.8%	2024: 0.9%

Die Inflation für die Eurozone fiel im Juni von 6.1% auf 5.5% und damit leicht mehr als erwartet. Gleichzeitig enttäuschten die meisten Wirtschaftsindikatoren in den vergangenen Wochen. Trotzdem zeigte sich die EZB zuletzt entschlossen, die Zinsen noch mindestens einmal zu erhöhen, und revidierte ihre mittelfristige Inflationsprognose gar nach oben. Damit wurden vermehrt Befürchtungen laut, die EZB könnte mit ihrer geldpolitischen Straffung zu weit gehen. Es wäre nicht das erste Mal in der Geschichte, dass die EZB ihre Zinserhöhungen sehr schnell wieder rückgängig machen müsste. Aktuell sehen wir zwei Szenarien, in welchen dies der Fall wäre. Erstens, falls die bereits erfolgten Zinserhöhungen anders als von uns erwartet mit Verzögerung eine sehr tiefe Wirtschaftskrise verursachten, in der auch die Inflation sehr schnell unter das Zentralbankziel fiel. Wir schreiben einem solchen Szenario eine Wahrscheinlichkeit von ca. 20% zu. Weiterhin schwaches Wachstum und hartnäckige Inflation halten wir aber für deutlich wahrscheinlicher (65%). Wirtschaftsindikatoren liefern gemischte Signale: Die Industrie ist schwach, aber weniger schwach als Umfragewerte es vermuten liessen; die Konsumentenstimmung bleibt getrübt, hellt sich aber seit den Tiefpunkten im Winter wieder auf und der Arbeitsmarkt ist weiterhin robust, auch wenn hochfrequente Indikatoren im Trend auf hohem Niveau gedreht haben.

### Inflation

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

Zweitens läge die EZB falsch, wenn die Inflation speziell im Dienstleistungsbereich doch vorwiegend durch externe Faktoren getrieben und deshalb nach der Normalisierung der Lieferketten und dem Rückgang der Energiepreise schneller als erwartet und unabhängig von der Geldpolitik sinken würde. Damit hätte die EZB die Zinsen in einer wirtschaftlich schwachen Phase zu stark erhöht. Die immer noch hohe Kern- und Dienstleistungsinflation sowie die robusten Arbeitsmärkte sprechen unserer Meinung nach dagegen.

## Deutschland Neue China-Strategie

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.2%	2023: -0.3%
2024: 0.6%	2024: 1.1%

Die deutsche Industrie schwächelt. Die Industrieproduktion war im Mai erneut rückläufig, womit sie insgesamt im zweiten Quartal wohl negativ zum Wachstum beitragen wird. Gemäss einer Umfrage der Europäischen Kommission schätzen deutsche Firmen ihre kompetitive Position ausserhalb der EU seit Herbst 2022 so schlecht ein wie noch nie und deutlich schlechter als Firmen in den anderen grossen Euroländern. Die immer noch erhöhten Energiepreise dürften ein wesentlicher Grund hierfür sein. Die von der Bundesregierung zum ersten Mal Mitte Juli veröffentlichte China-Strategie zeigt ausserdem, dass Deutschland mehr und mehr beunruhigt ist über die asymmetrischen Beziehungen zu China. China bleibt als viertgrösste Export- und grösste Importdestination insgesamt der wichtigste einzelne Handelspartner Deutschlands. Die neue Strategie legt den Fokus auf die Reduktion von Abhängigkeiten in Schlüsselbereichen und die Eindämmung von Risiken, beispielsweise im Bereich der Cybersicherheit. Damit nimmt Deutschland eine kritischere Haltung gegenüber China ein, wenn auch bei Weitem nicht so kritisch wie jene der USA. Die Strategie unterstreicht die globale Tendenz hin zu diversifizierteren Handelsbeziehungen, die neben China vermehrt auf zusätzliche Absatz- und Produktionsmärkte fokussiert.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.0%	2023: 5.9%
2024: 2.3%	2024: 2.6%

Der erneute Anstieg der Jahresinflation im Juni auf 6.4% war aufgrund von Basiseffekten vorhersehbar. Die saisonbereinigten monatlichen Preisveränderungen zeigen aber, dass der Preisdruck sowohl im Dienstleistungsbereich als auch bei den Kerngütern erhöht bleibt. Die Produzentenpreise sind zwar seit Oktober 2022 monatlich rückläufig, unter Ausschluss von Energiegütern setzte der Rückgang aber erst im April 2023 ein. Der Preisdruck dürfte deshalb bei den Kerngütern erst mit Verzögerung gedämpft werden.

## Frankreich Stillere Töne

### BIP-Wachstum

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

Plötzlich scheint es in Frankreich still geworden zu sein: Präsident Macron scheut seit Wochen die Öffentlichkeit, obgleich der Erklärungsbedarf seit der Rentenreform und besonders nach den Jugendkrawallen gross bleibt. Auch die erwartete Regierungsumstellung erwies sich als marginale Korrektur. Mit dem Beginn der Sommerferien schlugen jetzt auch die Konjunkturindikatoren auf breiter Front sanftere Töne an, hier und dort sind gar erste Klänge in Moll zu hören. Ganz besonders gilt dies für das verarbeitende Gewerbe, in dem die vorläufigen Werte des Einkaufsmanagerindex (PMI) aus der Industrie für den Monat Juli einen weiteren Rückgang der Dynamik anzeigen. Im Vergleich zum Vormonat wurde der Bestellungseingang von den Industriefirmen als weiter rückläufig vermeldet. Dieses Bild stimmt mit einer separaten Umfrage des statistischen Amtes INSEE überein, wonach die befragten Firmen den Ausblick auf die künftige Produktion ihres eigenen Betriebs so zurückhaltend einschätzen wie zuletzt im November 2020. Auch bei den Dienstleistungsfirmen schlägt mittlerweile ein langsamerer Takt. Gemäss Einkaufsmanagerindex für diesen Sektor hat sich die Geschäftslage über die vergangenen zwei Monate ebenfalls eingetrübt. Angesichts der zunehmenden Stille des Konjunkturmotors werden in Frankreich zunehmend Stimmen laut, wonach die EZB die Straffung der Geldpolitik sofort beenden sollte.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.8%	2023: 5.1%
2024: 2.1%	2024: 2.5%

Gemäss Banque de France senkt eine wachsende Zahl von Unternehmen ihre Verkaufspreise. Die gleiche Aussage liefern die Werte der Einkaufsmanagerumfrage in der Industrie und im Dienstleistungssektor. Darüber hinaus präsentieren sich auch die Inflationserwartungen der Verbraucher und der Anleger in inflationsgeschützte Staatsanleihen zuletzt rückläufig. Diese Entwicklung bestätigt unsere Erwartungen. Wir rechnen mit einem Rückgang der Inflationsrate von derzeit 4.5% auf rund 2.5% im Schlussquartal 2023.

## Italien

### An Vertrauen gewonnen

Italien hat nicht nur beim Wirtschaftswachstum positiv überrascht in letzter Zeit, sondern auch an Vertrauen an den Finanzmärkten zugelegt. Die Europäische Zentralbank begann im März 2023, auslaufende Staatsanleihen nur noch teilweise zu ersetzen, um so ihre Bilanz zu reduzieren. Damit fiel die EZB als marginale Käuferin von italienischen Staatsanleihen aus, und verbreitet war die Sorge, dass sich Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen ausweiten könnten. Die Nachfrage von in- und ausländischen Investoren scheint aber intakt; der Risikoaufschlag («spread») zu zehnjährigen deutschen Staatsanleihen hat sich seit Anfang Jahr gar um etwa 0.8 Prozentpunkte reduziert. Dies ist für die Nachhaltigkeit der Schuldensituation zentral. Selbst wenn die Zinsen auf 4% verharren und Italien mittelfristig ein nominales Wirtschaftswachstum von 3% schafft (1% reales Wachstum plus 2% Inflation), ist zur Stabilisierung der Schuldenquote eine Rückkehr von den aktuellen Haushaltsdefiziten zu Primärüberschüssen notwendig, die vor der Pandemie bei +1.3% lagen (Durchschnitt 2010–2019). Eine solche Fiskalkonsolidierung ist derzeit aber nicht absehbar.

## Spanien

### Erhöhte politische Unsicherheit

Die vorgezogenen Neuwahlen in Spanien vom 23. Juli 2023 haben ein überraschend unklares Ergebnis geliefert. Die Umfragen hatten vorgängig die Rechtskoalition aus der Mitte-rechts-Partei Partido Popular (PP) und der Rechts-aussen-Partei Vox deutlich vorne gesehen. Die Wahlergebnisse zeigen jedoch nun, dass weder die Rechts- noch die Linkskoalition des amtierenden Präsidenten Pedro Sanchez eine Mehrheit gewinnen konnte. Obwohl die PP deutlich an Sitzen dazu gewonnen hat und nun stärkste Partei ist, hat die Vox deutlich an Sitzen verloren. Das Ergebnis macht die Regierungsbildung kompliziert und wirft Spanien in eine Periode der politischen Unsicherheit. Mögliche Wege aus dieser Situation sind einerseits eine Wiederholung der Wahl, wie es bereits 2019 der Fall war. Zudem wären eine Linksrregierung der amtierenden PSOE und Sumar zusammen mit kleineren Parteien denkbar, um eine Mehrheit zu erzielen, was sich jedoch schwierig gestalten könnte. Auch eine Minderheitsregierung der PP mit oder ohne Vox wäre eine Möglichkeit.

## Schweiz

### Stotternde Konjunktur

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.8%
2024: 1.3%	2024: 1.4%

Was sich an den Zahlen der Einkaufsmanagerindizes der Industrie in sämtlichen Industrieländern über Monate ablesen liess, wird nun erkennbar in der Berichterstattung zum Geschäftsgang besonders stark exportorientierter Schweizer Firmen. Der Bestellungseingang lässt für die zweite Jahreshälfte einen Produktionsrückgang erahnen. Für die stark zyklischen Sektoren bewahrheitet sich nun unser Basisszenario einer milden Rezession. Gestützt wird das Wachstum der Gesamtwirtschaft vorderhand noch durch die Konsumfreude der Schweizer Haushalte und durch das fortgesetzte Wachstum der Bevölkerung. Dennoch dürfte der hochfrequente Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO die aktuelle Verfassung der Schweizer Volkswirtschaft akkurat abbilden: Dieser Indikator stagniert seit Mitte Mai. Mit der Abwärtsrevision unserer Prognose für 2024 liegen unsere Erwartungen zum BIP-Wachstum für beide Jahre leicht unterhalb der Konsensschätzung. Ähnlich wie für die Europäische Zentralbank gilt für die Schweizerische Nationalbank, dass sie im Falle von fortgesetzten Zinserhöhungen ein erhöhtes Rezessionsrisiko in Kauf nimmt.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.3%
2024: 1.6%	2024: 1.5%

Für das dritte Quartal deuten der starke Franken und der weiter nachlassende Preisdruck auf Produzentenebene auf weiter sinkende Inflationsraten auf der Konsumentenstufe. Bis Oktober sollte die Jahreststeuerung weniger als 1.5% betragen. Kurzfristig stellen die höheren Energiepreise ein Prognoserisiko dar. Heizöl kostet den Endabnehmer aktuell rund 7% mehr als im Monat Juni. Definitiv gestoppt wird der Rückgang der Inflationsraten in den Wintermonaten. Dann sorgen höhere Mieten, die Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes, steigende Strompreise und Tarifanpassungen bei der Post und im öffentlichen Verkehr für einen erneuten Anstieg der Inflationsraten. Ein neuerlicher Höhepunkt dürfte im September 2024 mit 2% erreicht werden.

## Grossbritannien Lohnwachstum bleibt hoch

### BIP-Wachstum

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

Das monatliche BIP-Wachstum für Mai war mit -0.1% gegenüber dem Vormonat höher als erwartet, obwohl der zusätzliche nationale Feiertag zur Feier der Krönung von King Charles auf die Wirtschaftsaktivität gedrückt hat. Den negativsten Beitrag leistete die Industrieproduktion, die im Mai weiter geschwächt hat. Der Rückgang wurde jedoch vor allem vom volatilen Strom- und Gassektor getrieben. Der Dienstleistungssektor zeigte kein Wachstum im Mai. Der Arbeitsmarkt bleibt jedoch weiterhin grösstenteils robust. Das Lohnwachstum bleibt ferner hoch und ist im Mai erneut angestiegen. Für die Bank of England sind das keine guten Neuigkeiten, da somit der Inflationsdruck hoch bleiben dürfte. Jedoch gibt es erste Anzeichen, dass sich der Arbeitsmarkt etwas abkühlt, wenn auch nur sehr langsam. Die Arbeitslosenquote stieg im Mai erneut stärker an als erwartet. Während die Nachfrage nach Arbeitskräften weiterhin hoch bleibt, sinkt die Zahl der offenen Stellen leicht. Auch die Beschäftigungskomponenten der Einkaufsmanagerindizes für den Industrie- wie auch für den Dienstleistungssektor sind im Juli weiter gesunken. Für den Dienstleistungssektor liegt er jedoch immer noch über der Wachstumsschwelle von 50. Es dürfte jedoch noch eine Weile dauern, bis diese Effekte zu einem tieferen Lohnwachstum führen und so den Inflationsdruck etwas mindern. Generell erwarten wir weiterhin stagnierendes Wirtschaftswachstum für dieses Jahr.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.6%	2023: 7.4%
2024: 2.9%	2024: 3.2%

Nach Monaten der Aufwärtsüberraschungen fiel die Inflation für Juni endlich tiefer aus als erwartet und fiel auf 7.9% (von 8.2% im Mai). Der Rückgang der Benzinpreise hatte den grössten negativen Einfluss, jedoch fiel auch die Inflation bei Lebensmitteln etwas tiefer aus als im Vormonat. Auch die Kerninflation fiel stärker als erwartet im Juni. Jedoch bleibt die Dienstleistungsinflation weiterhin deutlich hartnäckiger als die Güterpreis-inflation.

## China Warten auf Stimulus

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.1%	2023: 5.5%
2024: 4.9%	2024: 4.8%

Was die Wirtschaftsdaten für April und Mai bereits angedeutet hatten, wurde nun mit der Veröffentlichung der offiziellen BIP-Zahlen für das zweite Quartal bestätigt. Das chinesische Wirtschaftswachstum hat sich im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt und fiel mit 0.8% im Vergleich zum Vorquartal sogar noch tiefer aus als erwartet. Im Juni wuchs immerhin die Industrieproduktion schneller als erwartet. Das Wachstum der Einzelhandelsverkäufe hingegen fiel von 12.7% im Mai auf 3.1% im Juni (Wachstum im Vergleich zum Vorjahresmonat). Der starke Rückgang ist jedoch immer noch durch die Lockdowns im letzten Jahr zu erklären. Weiterhin schwach bleibt auch der Immobiliensektor. Alle relevanten Indikatoren wie Verkäufe, Projektstarts und Fertigstellungen waren im Juni deutlich rückläufig. Auch der Aussenhandel bleibt ein weiterer Schwachpunkt in der wirtschaftlichen Erholung Chinas. Die Hoffnung auf Unterstützung der Wirtschaft beruhte auf einem bedeutsamen Stimuluspaket der Regierung. Das Juli-Meeting des Politbüros der kommunistischen Partei wurde mit Spannung erwartet, da dort die wirtschaftspolitische Agenda für den Rest des Jahres festgelegt wird. Jedoch blieb wie erwartet die Verkündung eines grossen Stimuluspakets aus. Stattdessen wurden kleinere Massnahmen geplant, die jedoch keinen bedeutsamen Effekt auf das Wirtschaftswachstum haben dürften.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 1.0%
2024: 1.5%	2024: 2.1%

Die ausbleibende Überhitzung der chinesischen Wirtschaft ist auch weiterhin in den Inflationsdaten zu sehen. Die Konsumentenpreis-inflation fiel im Juni erneut tiefer aus als erwartet und betrug 0.0% im Vergleich zum Vorjahr. Die Produzentenpreis-inflation rutschte weiter in deflationäres Gebiet ab und lag mit -5.4% im Vergleich zum Vorjahr auf dem tiefsten Niveau seit 2015.

## 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.

August 2023

## Zinsen und Anleihen

Zinsen auf dem Höhepunkt?

### USA

- Die ökonomischen Daten überraschten grösstenteils positiv, da der US-Arbeitsmarkt solide blieb und die Konsumentenstimmung stärkte. In der Industrie zeichnete sich im Juli eine Stabilisierung ab.
- Die Renditen von US-Staatsanleihen blieben in engen Bahnen: Die zehnjährige Rendite stieg kurz über 4%, um dann wegen der tieferen Gesamtinflation trotz hoher Kerninflation wieder zu sinken.
- Das Fed erhöhte das Band für den Leitzins auf 5.25 bis 5.5% und sieht je nach Inflations- und Wachstumsentwicklung weitere Zinsschritte vor.

### Eurozone

- Die Renditen auf Staatsanleihen bewegten sich seitwärts, weil die schwachen Einkaufsmanagerindizes im Juli die Märkte nur temporär beeinflussten. Die Zinsen stiegen in den ersten zehn Juli-Tagen an und sanken dann und die Firmenanleihspreads verengten sich durch die bessere Anlegerstimmung.
- Die EZB erhöhte die Leitzinsen um 25 Basispunkte und deutete an, dass künftige geldpolitische Entscheidungen datenabhängig sein würden. Sie ist zuversichtlicher, dass der Leitzins bereits recht restriktiv ist und die Disinflationssignale zunehmen.

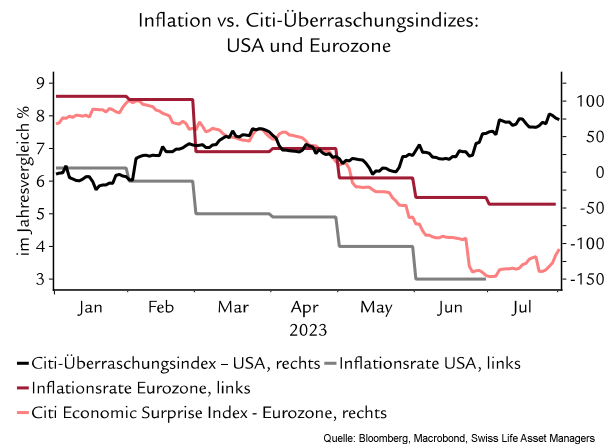
### Vereinigtes Königreich

- Die Renditen britischer Staatsanleihen fielen im Juli markant, weil sich der Inflationsausblick verbesserte und sich der Wachstumsausblick weiter verschlechterte. Dies führte zu einer Einpreisung einer weniger aggressiven Straffung durch die Bank of England.

### Schweiz

- Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen blieben in engen Bahnen, die zehnjährige Rendite lag bei rund 1% – es ist unklar, ob die SNB den Leitzins im zweiten Halbjahr 2023 weiter anheben wird.
- Die Inflation flaut weiter ab, aber der verzögerte Effekt des höheren Hypotheken-Referenzzinssatzes wird die Mieten in den kommenden Monaten erneut nach oben treiben, sodass die Inflation bis 2024 nahe bei 2% bleiben dürfte.

### Divergierende Zahlen in den USA und der Eurozone



Die Juli-Wirtschaftsdaten zeigen, dass sich die Divergenz zwischen den USA und Europa verschärft hat. Ein gutes Indiz für die unterschiedliche Entwicklung der Makrodaten liefert der Überraschungsindex von Citigroup. Er zeigt ein negatives Momentum in der Eurozone, aber positive Entwicklungen in den USA. Diese Divergenz könnte die Markterwartungen für künftige geldpolitische Entscheidungen beeinflussen. Die Märkte preisen derzeit nur einen weiteren Zinsschritt durch die EZB im September und nur eine 40%ige Chance für eine weitere Zinsanhebung durch das Fed für den Rest des Jahres ein. Daher ist immer mehr von Höchstzinsen die Rede, da die Anleger hoffen, dass die geldpolitische Straffung bald zu Ende ist und die Staatsanleiherenditen ihren Höchststand erreicht haben. Obwohl wir denken, dass der Inflationsdruck mittelfristig abnehmen dürfte, ist es zu früh, um Entwarnung bei der Inflation zu geben. Die Arbeitslosenquoten in Europa und den USA liegen auf einem Mehrjahrestief und die Kerninflation bleibt hoch. Es ist also gut möglich, dass das Fed die Zinsen weiter anhebt, wenn das Wachstum robust und die Inflation hartnäckig bleibt. Wir sehen also weiterhin ein steigendes Rezessionsrisiko für Europa, während der Wirtschaftsabschwung in den USA aufgeschoben wird. Wir bleiben beim Kreditrisiko vorsichtig und würden die Duration erhöhen, sollte der Inflationsdruck weiter nachlassen.

# Aktien

Aktienmarkt rally weitet sich aus

## USA

- Der US-Markt legte im Juli 2.8% zu, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von 20.1% führte.
- Im Juli weitete sich die US-Markt rally über die wichtigsten Tech-Aktien hinaus aus. Das nächste wichtige Ereignis ist die Berichtssaison, bei der die Erwartungen recht tief sind. Bisher übertrafen die Gewinne und die Umsätze mehrheitlich die Prognosen.
- Die US-Bewertung liegt über dem historischen Mittel. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor.

## Eurozone

- Der Markt legte im Juli 0.7% zu, die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 16.1%.
- Seit rund drei Monaten entwickeln sich Eurozoneaktien schlechter als die der USA. Dies hat mit schwächeren Wirtschaftsdaten im Vergleich zu den USA zu tun.
- Längerfristig bleibt der europäische Aktienmarkt sehr attraktiv bewertet.

## Vereinigtes Königreich

- Der britische Aktienmarkt legte im Juli 2.2% zu, seit Jahresbeginn 4.9%.
- Er bleibt von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Wir finden aber, dass der Markt aus guten Gründen billig ist, da das Land mit erhöhter wirtschaftlicher Unsicherheit konfrontiert ist.

## Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt büsste im Juli 0.4% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von 6.9% führte.
- Insbesondere Pharma-Titel und Nestlé sind seit Jahresbeginn schwach. Ihr Anteil am Schweizer Aktienmarkt beträgt über 40%.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

## Schwellenländer

- Der Juli fiel positiv aus (Rendite: 4.7%). Seit Jahresbeginn legte der Markt 9.8% zu, die tiefste Performance unter den wichtigsten Aktienmärkten.
- Die Wirtschaftsdaten aus China enttäuschen weiterhin, während der schwache USD die Schwellenländer stützt. Die chinesische Regierung dürfte die nationale Wirtschaft ankurbeln. Dies führte zusammen mit dem schwächeren USD zu einer kurzfristigen Rally.

## Performance verschiedener Anlagestile im US-Aktienmarkt

Index	seit Jahresbeginn (%)	seit Monatsbeginn (%)	3J (%)	5J (%)
MSCI USA	19.8	2.5	44.9	70.0
MSCI USA Equal Weight	12.4	3.6	41.8	49.5
MSCI USA Small Cap	13.2	3.7	46.9	37.2
MSCI USA Growth	36.7	2.3	43.4	96.2
MSCI USA Value	5.1	3.4	42.5	40.8
MSCI USA Momentum	0.3	0.7	10.1	34.2
MSCI USA Quality	26.8	3.0	44.9	84.8
FANG+	76.6	1.4	73.5	163.3

Quelle: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Die letzten fünf Jahre waren von grossen Performanceunterschieden zwischen diversen US-Aktienanlagestilen wie Value, Growth, Small Cap, Quality, Momentum und Sentiment geprägt. In Europa waren die Unterschiede viel geringer. 2023 ist da keine Ausnahme. Der grösste Unterschied besteht zwischen Value und Growth (inkl. der grossen Tech-Firmen). Seit Jahresbeginn legte Growth um 36.7% zu, Value nur 5.1%. Erstaunlicherweise fiel Momentum mit nur 0.3% auch sehr schwach aus. In den letzten Wochen weitete sich die Rally am US-Aktienmarkt aus und v. a. Small Caps schnitten gut ab. Die Spitzenreiter sind dieses Jahr wie in den letzten Jahren aber die FANG+-Aktien (Microsoft, Amazon, Google, Netflix etc.) mit einer Gesamtrendite von 77% seit Jahresbeginn. Hauptgrund für diese spektakuläre Outperformance ist die intensivere Nutzung künstlicher Intelligenz. Der einzige «traditionelle» Stil, der sich dieses Jahr ausgezahlt hat, ist Quality. In den letzten drei und fünf Jahren haben sich die Muster etwas verändert. Über drei Jahre ist der Unterschied in der Stilperformance nicht so gross. Nur Momentum liegt klar unter den anderen Stilen. Über fünf Jahre sind die Unterschiede wieder grösser. Die Nachzügler sind Small Cap, Value und Momentum, die Spitzenreiter FANG+ und Growth. Es erstaunt, dass Momentum trotz einer Marktentwicklung mit starken (kurzfristigen) Trends nicht funktioniert. Ein Grund könnte sein, dass MSCI die Zusammensetzung des Index nur halbjährlich ändert und dies in den letzten Jahren zu wenig war. Die grossen Unterschiede bedeuten, dass traditionelle Anlagestile wie Small Cap und Value nicht funktioniert haben. Dies erklärt auch den «Quant-Winter» (Quant-Fonds, die sich auf diese Faktoren stützen, hatten es in den letzten fünf Jahren sehr schwierig).



# Währungen

## USD-Schwäche wohl temporär

### USA

- Die USD-Schwäche hielt im Juli an, der USD wertete handelsgewichtet 1.4% ab (alle Daten per 26. Juli 2023). Der USD wertete vs. NOK, SEK und CHF am stärksten ab.
- Er dürfte über den nächsten Monat wieder aufwerten. Die US-Wirtschaftsdaten entwickeln sich besser als in Europa, wo sich der Wirtschaftsausblick eintrübt. Unsere Sicht auf EUR/USD für nächsten Monat und die nächsten drei Monate ist daher negativ.

### Eurozone

- Der EUR blieb im Juli handelsgewichtet fast unverändert, weil er alle Gewinne aus der ersten Monatshälfte in der zweiten wieder einbüsste.
- Neben dem oben genannten Fundamentalargument dürfte der Carry-Vorteil des USD zu einem schwächeren EUR/USD führen. Zudem wirkt die Long-Positionierung der Investoren in EUR übertrieben und birgt das Risiko einer Wende.

### Vereinigtes Königreich

- Das GBP setzte seinen Aufwärtstrend vs. USD im Juli fort und legte vs. USD 1.65% zu, während es vs. EUR praktisch unverändert blieb.
- Nach der negativ überraschenden Inflation im Juni gingen die Markterwartungen bezüglich Zinsschritten durch die Bank of England von ihrem Hoch zurück, scheinen aber immer noch übertrieben. Wir bleiben daher für die kommenden Monate bei unserer negativen Sicht auf GBP/USD.

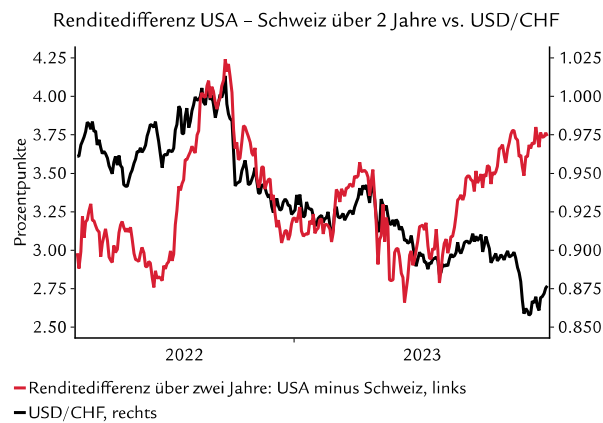
### Schweiz

- Der CHF war im Juli stark. Er wertete vs. alle Hauptwährungen ausser die NOK auf. USD/CHF erreichte Mitte Monat mit 0.8577 gar ein neues Tief.
- Analog zu unserer Dreimonatssicht sind wir EUR/CHF gegenüber für den nächsten Monat neutral eingestellt. Die SNB zeigt sich weiterhin restriktiv, was einen weiteren Zinsschritt im September wahrscheinlich macht, aber aufgrund des starken CHF im Juli scheint weiteres Aufwärtspotenzial angesichts des Fair Value beschränkt.

### Japan

- Der Aufwärtstrend von USD/JPY im Juni kehrte sich in der ersten Julihälfte um: USD/JPY büsste 2.8% ein.
- Unser kurzfristiger Ausblick für USD/JPY ist nun positiver. Für die nächsten drei Monate aber bleibt unsere Sicht neutral.

### Turbulenter Juli für den US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Der USD wertete handelsgewichtet und vs. alle Hauptwährungen in der ersten Julihälfte stark ab. Dies war v. a. auf die schwache Juni-Inflationsrate in den USA zurückzuführen. Diese negative Überraschung führte zu einer stärkeren Überzeugung im Markt, dass der Juli-Zinsschritt des Fed tatsächlich der letzte im aktuellen Zinserhöhungszyklus war, und erhöhte auch die Erwartungen eines aggressiveren Lockerungszyklus 2024. Aktuell sind für das Fed 2024 Zinssenkungen von rund 100 Basispunkten eingepreist. Dies hat auch zu einem temporären Fall in der Renditedifferenz über zwei Jahre zwischen US- und Schweizer Staatsanleihen geführt, was als Annäherung an das sogenannte Carry gesehen werden kann. Damit wertete auch der CHF vs. den USD deutlich auf und USD/CHF erreichte ein neues Allzeittief. Ein Grossteil der künftigen USD-Dynamik hängt von den Inflationzahlen bis September ab, wann die nächste Fed-Sitzung stattfindet. Sollte die US-Inflation weiter abflauen, könnte das Fed im September die Zinserhöhung stoppen und seine Forward Guidance für nächstes Jahr ändern. Die Gefahr, diese konstruktive Message verfrüht zu liefern, ist jedoch gross. Zudem überraschten auch die US-Konjunkturdaten positiv. Das Beschäftigtenwachstum fiel im Juni zwar geringer aus als erwartet, aber der Arbeitsmarkt bleibt robust. Auch die Konsumentenstimmung verbesserte sich im Juli stärker als erwartet. Bei EUR/USD dürfte der USD weiterhin von der relativen wirtschaftlichen Dynamik profitieren. Die US-Daten überraschen weiterhin positiv, während die Daten aus der Eurozone enttäuschen. Zusätzlicher Gegenwind für die Eurozone kommt aus der schwachen Wachstumsbeschleunigung in China. Daher ist unsere kurz- und mittelfristige Sicht auf EUR/USD negativ.

## 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.

August 2023 – Third-Party Asset Management

## Asset Allocation

Längerfristige Anleihen sind wieder attraktiver

### Zusammenfassung

- Die Finanzmärkte starteten im Juli verhalten, da die Erwartungen an eine akkommodierendere US-Geldpolitik und starke Wirtschaftsdaten kollidierten. In Europa (v. a. in Deutschland) lag der Fokus auf dem sich abzeichnenden Wachstumsrückgang.
- Die Aktienmärkte erholten sich gegen Monatsende dank unerwartet hoher Gewinne in den USA, und die Anleihen blieben unverändert. Firmen- und High-Yield-Anleihen erzielten positive Renditen, als sich die Spreads verengten.
- Vieles ist gleich wie im Juni. Die Aktienmärkte (und Anleihen) profitieren von positiven Wachstumsprognosen, die wir für zu optimistisch halten.

### Zinsen und Anleihen

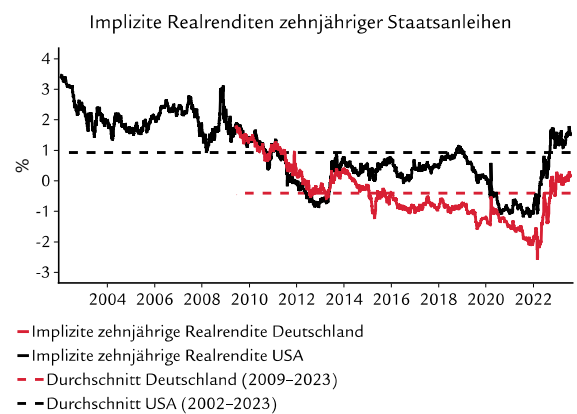
- Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen veränderten sich in den Hauptwährungen nicht gross. Die Realzinsen sanken von ihren jüngsten Hochs, da die Inflationserwartungen leicht zurückgingen. Die Kreditspannen verengten sich v. a. bei High-Yield-Anleihen trotz steigender Ausfallraten weiter.
- Wir ziehen Staatsanleihen Firmenanleihen weiterhin vor, weil die Realrenditen hoch und die Spreads enger sind, obwohl es für hochverschuldete Firmen schwieriger werden könnte, sich zu refinanzieren.

### Aktien

- Die Aktienmärkte hatten einen durchmischten Monat: Europa ohne Grossbritannien war schwach und die USA, Grossbritannien und die Schwellenländer erzielten eine positive Rendite.
- Die Wechselkursschwankungen spielten erneut eine grosse Rolle, da wegen der USD- und der EUR-Schwäche vs. CHF die Aktienmarktrenditen in CHF bescheidener ausfielen als in Lokalwährung.
- Die Evolution des US-Markt war auf schwächere, aber besser als erwartete Gewinne für das Q2 zurückzuführen. Der Hype um KI verlor an Schwung.
- Der Fokus ist wieder auf Geldpolitik und Wirtschaftswachstum. Wir halten den Markt für zu optimistisch und sind dementsprechend positioniert.

### Zurück zu längerfristigen Anleihen?

Anleihen «sicherer» Emittenten schockierten 2022 mit stark negativen Renditen. Bei steigenden Zinsen verlieren Anleihen i. d. R. an Wert: Der Preis muss sich anpassen, um die Rendite an den höheren Zinsen auszurichten, d. h., die Preise sinken. Eine Anleihe mit sehr geringem Ausfallrisiko ist daher (nominal) nur dann sicher, wenn sie bis zum Verfall gehalten wird. Die Zinsen steigen nun seit über zwei Jahren. Sind Anleiherenditen nun attraktiv? Langfristig «ja», kurzfristig «eher ja». Die aktuellen Renditen entschädigen die Anleger für ihre Geduld und weitgehend für den zu erwartenden Inflationsverlauf. Dies gilt v. a. für US-Treasuries, denn die «reale» zehnjährige Rendite (Differenz zwischen zehnjähriger Rendite und Breakeven-Inflation, impliziert durch inflationsgeschützte Anleihen) liegt nahe am historischen Hoch.



Deutsche oder Schweizer Anleihen wirken weniger attraktiv, obschon sie bei den aktuellen Renditeniveaus etwas Inflationsschutz bieten. Momentan liegen die kurzfristigen Zinsen klar über den langfristigen, speziell in den USA, wodurch die Anleger bei deutlich geringerem kurzfristigem Risiko höhere Erträge erzielen können. Anleihen mit längeren Laufzeiten sind für uns aus einer strategischen, längerfristigen Perspektive interessant, aber wir sind weiterhin vorsichtig wegen ihrer kurzfristigen Volatilität.

## Swiss Life Asset Managers



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



**Andreas Homberger**  
**Head of 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.