

Jahresausblick 2024

## Kernaussagen

- Eurozone 2024: Zinswende und Ende des Kaufkraftschocks bringen leichte Erholung nach langer Stagnation
- USA 2024: Die Trendwende am Arbeitsmarkt und schwindende Überschussersparnisse lasten auf dem Konsum
- China 2024: keine Wachstumsimpulse für die Weltwirtschaft aufgrund von Schwäche im Immobiliensektor

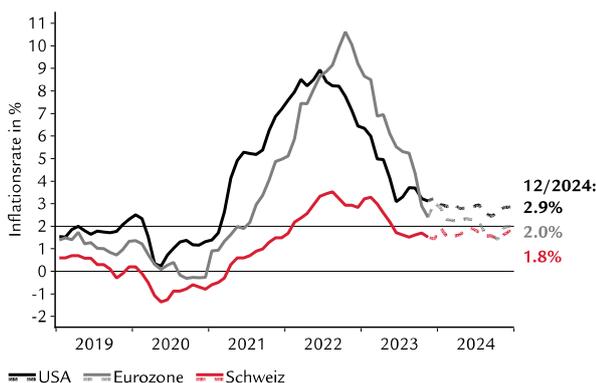
## Prognosevergleich

	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	2.4%	2.4%	1.0% ↑	1.2% ↑	4.1% ↓	4.1% ↓	2.8%	2.6% ↓
Eurozone	0.5%	0.5%	0.3% ↓	0.5% ↓	5.5% ↓	5.5%	2.1% ↓	2.4% ↓
Deutschland	-0.2%	-0.3% ↑	0.0% ↓	0.4% ↓	6.0% ↓	6.0%	2.1% ↓	2.6% ↓
Frankreich	0.8% ↓	0.9%	0.7% ↓	0.7% ↓	4.9%	4.9% ↓	2.1% ↓	2.4% ↓
Italien	0.7%	0.7%	0.4% ↓	0.5%	5.7% ↓	5.9%	1.7% ↓	2.2% ↓
Spanien	2.3%	2.4% ↑	0.9% ↓	1.3%	3.5% ↓	3.6% ↓	2.1%	3.0% ↓
Grossbritannien	0.6% ↑	0.5% ↑	0.4% ↑	0.3% ↑	7.4% ↓	7.4%	3.0%	3.1%
Schweiz	0.7%	0.8%	1.0%	1.1% ↓	2.1%	2.2%	1.7% ↓	1.6%
Japan	1.7% ↓	1.7% ↓	0.7% ↑	0.9% ↓	3.2% ↑	3.2%	1.9% ↑	2.3% ↑
China	5.4%	5.2%	4.7%	4.6% ↑	0.2% ↓	0.4% ↓	1.0% ↓	1.4% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 4. Dezember 2023

## Grafik des Jahres

Gesamtinflation inkl. Basisszenario Swiss Life Asset Managers



Störungen in den Lieferketten und hohe Energiepreise prägten die Inflationsentwicklung der letzten zwei Jahre, liefen aber 2023 endgültig aus. Die zeitweise zweistelligen Inflationsraten in Europa dürften als Anomalie in die Geschichte eingehen. Die Inflation ist nun wieder primär nachfragegetrieben, und der Fokus der Zentralbanken liegt damit auf Lohnwachstum und Dienstleistungspreisen, die beide konjunkturabhängig sind. Die schwache Konjunktur dürfte deshalb dafür sorgen, dass die Inflation Ende 2024 in der Eurozone und der Schweiz um rund 2% zu liegen kommt – im «Wohlfühlbereich» der Zentralbanken. Die Inflationsrisiken in den USA schätzen wir als etwas höher ein.

## Globale Wirtschaft Fünf Thesen zum Jahr 2024

### 1. Zyklischer Tiefpunkt wird durchschritten

Für einmal läuft Europa den USA im Konjunkturzyklus vor: Die Energiekrise sorgte 2023 in Europa für ein schwaches Wachstum, das sich 2024 auf tiefem Niveau stabilisiert. Die Abschwächung in den USA ist im Gang und dürfte sich im ersten Halbjahr 2024 fortsetzen. Dank der erwarteten geldpolitischen Reaktion rechnen wir aber damit, dass die Industrieländer den zyklischen Tiefpunkt im zweiten Halbjahr durchschreiten.

### 2. Inflation: Zentralbankziele in Griffweite

In den Industrieländern erlauben die rückläufige Inflation (siehe Grafik des Jahres) und die schwache Konjunktur erste Zinssenkungen. Die Sorge vor schnell wiederkehrendem Lohndruck aufgrund des strukturellen Arbeitskräftemangels limitiert aber den Spielraum der Notenbanken.

### 3. Die Winde drehen bei Fiskal- und Geldpolitik

Aufgrund der Leitzinssenkungen wird die Geldpolitik im Laufe von 2024 von einem Gegen- zu einem Rückenwind in den Industrieländern. Bei der Fiskalpolitik ist es umgekehrt. Hier steht in den meisten Industrieländern eine weniger expansive Fiskalpolitik vor der Tür.

### 4. (Geo-)Politik: «neue globale Unordnung»

Die geopolitischen Risiken bleiben auch 2024 hoch und zwingen die Unternehmen dazu, laufend ihre Lieferketten zu überprüfen. Wir gehen nicht davon aus, dass die aktuellen Konflikte, wie z. B. der Krieg zwischen Israel und Hamas, weiter eskalieren werden. Eine wesentliche Verschlechterung der aktuellen Lage oder neue geopolitische Krisenherde stellen daher ein Abwärtsrisiko für unsere Prognosen dar. Die Wahlen in Taiwan, der EU (Europaparlament) und den USA werden wohl am ehesten für Volatilität an den Finanzmärkten sorgen, dürften aber die Konjunktur 2024 noch wenig beeinflussen.

### 5. China fällt als globaler Wachstumsmotor aus

Chinas Wachstum wird auch 2024 von der Abwärtskorrektur im Immobiliensektor geprägt sein, welche wiederum die Konsumentenstimmung tief halten wird. Daher erwarten wir keine signifikanten positiven Impulse für die Weltwirtschaft. Während die alten Wachstumstreiber schwinden, gibt es jedoch andere Sektoren, die in die Höhe schnellen, wie beispielsweise Bereiche im Zusammenhang mit der Energiewende.

## Schweiz Überraschend tiefe Inflation

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.8%
2024: 1.0%	2024: 1.1%

Die nun vorliegenden Zahlen zum BIP-Wachstum im dritten Quartal 2023 könnten zu falschen Schlüssen verleiten. Zwar legte das reale Bruttoinlandsprodukt im Vergleich zum Vorquartal um 0.3% zu, was im europäischen Vergleich ein stattlicher Wert ist. Allerdings zeigen Revisionen der Vorquartalsdaten, dass dieses Wachstum auf ein Quartal mit schrumpfender Wirtschaftsleistung folgte. Darüber hinaus war der Beitrag des Konsums der privaten Haushalte so schwach wie nie seit dem zweiten Quartal 2021. Die ständige Wohnbevölkerung der Schweiz wuchs über die vergangenen zwölf Monate um rund 108'000 Personen, oder um mehr als 1%. Im Frühjahr 2024 werden 9 Millionen Menschen im Land leben. Das erwartete BIP-Wachstum von 1.0% im Jahr 2024 ist also ein Wachstum in die Breite. Pro Kopf gerechnet stagniert das Bruttoinlandsprodukt der Schweiz derzeit.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.2%
2024: 1.7%	2024: 1.6%

Noch selten wurde die Veröffentlichung des Landesindex der Konsumentenpreise mit so hoher Spannung erwartet wie zuletzt für den Monat November. Das Ergebnis von 1.4% Jahresteserhöhung überraschte stark gegen unten. Die Unsicherheit in der Prognose war hoch, flossen doch erstmals die höheren Mieten für die bestehenden Verträge in die Statistik ein. Der moderate Anstieg um gerade einmal 1.1% gegenüber der letzten Mietpreiserhebung drei Monate davor lässt erwarten, dass der Anstieg dieser wichtigen Komponente im Warenkorb erst mit Verzögerung statistisch erkennbar werden wird. In den kommenden Monaten werden zudem die Mieten noch mindestens ein weiteres Mal erhöht werden. Zudem sorgen auch höhere Strompreise sowie Tarifierhebungen für die Dienstleistungen im öffentlichen Verkehr und bei der Post für Aufwärtsdruck bei den Preisen. Wir rechnen daher bis zur Jahresmitte 2024 mit einem erneuten Anstieg der Inflationsrate auf einen zwischenzeitlichen Höchstwert von 1.9%.

## USA Geht der Wirtschaft die Luft aus?

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.4%	2023: 2.4%
2024: 1.0%	2024: 1.2%

Vor einem Jahr war es Konsensus an den Märkten, dass die USA 2023 in eine Rezession rutschen. Stattdessen zeigte sich das US-Wachstum robust. Der Privatkonsum als zuletzt fast einzige Wachstumsstütze wurde aber durch schwindende Überschussersparnisse aus der Pandemie am Leben erhalten, während die Aufnahme von Konsumkrediten gemäss Umfragen zunehmend schwieriger wird. Zudem zeichnet sich eine Trendwende am Arbeitsmarkt ab, wo die Unterauslastung der Arbeitskräfte jüngst zugenommen hat (mehr Arbeitslose, entmutigte Stellensuchende sowie unfreiwillig Teilzeitarbeitende). Die Fiskalpolitik dürfte im Jahr 2024 im Gegensatz zum Vorjahr leicht bremsend wirken. Die Republikaner drängen im laufenden Fiskaljahr nach wie vor auf deutliche Ausgabenkürzungen, und sollte keine Einigung erzielt werden, setzen automatisch moderate Ausgabenkürzungen ein, die im Rahmen des überparteilichen Deals zur Aussetzung der Schuldenobergrenze Mitte 2023 beschlossen wurden. Deshalb rechnen wir nach wie vor mit einer Verlangsamung der US-Wirtschaft im ersten Halbjahr, wobei das Ausmass nach der rhetorischen Kehrtwende der US-Notenbank im Dezember geringer ausfallen dürfte als bisher erwartet. Insbesondere zinsensitive Sektoren wie der Häusermarkt, die im Jahr 2023 stagnierten, dürften durch die deutlich gefallen Langfristzinsen wieder etwas an Dynamik gewinnen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.1%	2023: 4.1%
2024: 2.8%	2024: 2.6%

Der Rückgang der Inflation setzt sich 2024 in bescheidenerem Umfang als 2023 fort. Bei den Konsumgütern tragen besonders fallende Gebrauchtwagenpreise zur Disinflation bei. Bei den Dienstleistungspreisen wird die prognostizierte Normalisierung der Inflation nur gelingen, wenn sich die Wirtschaft abkühlt und damit die Knappheit an Arbeitskräften und der damit zusammenhängende Lohndruck nachlässt. Die nach wie vor hohe Wohnkosteninflation stellt das grösste Inflationsrisiko für 2024 dar.

## Eurozone Fehlende Wachstumstreiber

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.5%
2024: 0.3%	2024: 0.5%

Nach dem ersten Quartal 2024 wird die Eurozone wohl auf eineinhalb Jahre Stagnation zurückblicken, und auch danach sehen wir kaum Wachstumstreiber für das Jahr 2024. Falls sich die US-Wirtschaft wie erwartet abkühlt und China weiterhin keine Wachstumsimpulse für die globale Wirtschaft liefert, wird die externe Nachfrage für die Eurozone schwach ausfallen. Zudem wird der fiskalpolitische Impuls sowohl gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) als auch gemäss nationalen Budgetplänen für die meisten Länder negativer ausfallen als im Jahr 2023 (der IWF erwartet nur für Holland, Malta, Luxemburg und Litauen einen positiven Fiskalimpuls im Jahr 2024). Trotzdem sehen wir in der zweiten Hälfte 2024 für die Eurozone ein leicht positives Wirtschaftswachstum. Einerseits dürfte die EZB ihre Geldpolitik im Jahresverlauf lockern, voraussichtlich noch vor der US-Notenbank. Andererseits könnte sich der private Konsum etwas erholen. Die Treiber hierfür sind das wieder positive Reallohnwachstum dank tieferer Inflation, der relativ robuste Arbeitsmarkt (wir erwarten nur einen leichten Anstieg der Arbeitslosenquote), sowie die hohen Ersparnisse. Während die US-Konsumenten ihren Konsum durch tiefere Sparquoten und mit Überschussersparnissen der Pandemie finanzierten, blieben die Eurozone-Konsumenten bisher zurückhaltend und hielten an ihren Ersparnissen fest.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.5%	2023: 5.5%
2024: 2.1%	2024: 2.4%

Im November sank die Inflation der Eurozone überraschend auf 2.4%. Dabei war auch der Rückgang der Kerninflation stärker als erwartet. Basis- und Gewichtungseffekte sowie erste auslaufende politische Energiepreismassnahmen dürften vorerst erneut für einen temporären Anstieg sorgen. Danach sehen wir trotz weiterhin strukturell erhöhter Dienstleistungsinflation einen weiteren Rückgang im Verlauf von 2024 mit einer durchschnittlichen Inflation von 1.9% in der zweiten Jahreshälfte.

## Deutschland Weiterhin das Schlusslicht

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.2%	2023: -0.3%
2024: 0.0%	2024: 0.4%

Eine bereits lange Liste von Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft wurde noch um einen Punkt länger: Nachdem das Verfassungsgericht die Umwidmung der ungebrauchten 60 Milliarden Euro zur Pandemiebewältigung in den Klima- und Transformationsfonds als verfassungswidrig erklärt hat, wird der Fiskalimpuls 2024 in Deutschland wohl noch negativer ausfallen als erwartet. Obwohl das genaue Ausmass noch unsicher ist, veranlasste uns dies jüngst zu einer Abwärtsrevision unserer 2024-Wachstumsprognose auf 0%. Damit bleibt die deutsche Wirtschaft auch 2024 die schwächste unter den grossen vier Ländern der Eurozone. Im Jahresverlauf sehen wir aber nach wie vor eine leichte Wiederbeschleunigung, insbesondere getrieben durch den privaten Konsum. In Deutschland besteht hier das grösste Aufholpotenzial, gefolgt von Österreich und Finnland, denn nach dem dritten Quartal 2023 lag der private Konsum in diesen drei Eurozone-Ländern noch 2.3%, 0.6% respektive 0.1% unter dem Vorpandemieniveau. Allerdings sanken die Absichten der Konsumenten, in den nächsten zwölf Monaten grössere Ausgaben zu tätigen, zuletzt wieder und liegen relativ zu den historischen Mittelwerten nur in Finnland, Österreich und Luxemburg tiefer als in Deutschland. Wir sehen die Risiken insgesamt trotz bereits tiefer Prognose nach unten gerichtet.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.0%	2023: 6.0%
2024: 2.1%	2024: 2.6%

Mit 3.2% fiel die Inflation im November deutlich schwächer aus als erwartet und führte zu einer Abwärtsrevision unserer Prognosen. Zum Jahreswechsel werden mehrere Sondereffekte für eine volatile Inflationsdynamik sorgen. Ab März 2024 dürfte die Inflation um das EZB-Ziel von 2% schwanken, mit einem Tiefpunkt von 1.7% und einem Jahresendstand von 2.2%. Die nach unten gerichteten Risiken beim Wachstum stellen insbesondere für die Dienstleistungsinflation ein Abwärtsrisiko dar. Das grösste Aufwärtsrisiko geht von einem höher als erwarteten Lohndruck aus.

## Frankreich Nachlassender Fiskalimpuls

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.8%	2023: 0.9%
2024: 0.7%	2024: 0.7%

Nach Berechnung des Internationalen Währungsfonds profitierte Frankreich, anders als die Eurozone in ihrer Gesamtheit, 2023 von einem positiven Fiskalimpuls. Das heisst, das primäre Haushaltsdefizit vergrösserte sich im Vergleich zum Vorjahr. Wie in unseren fünf Thesen zum Jahr 2024 beschrieben, wird der Fiskalimpuls das Wachstum auch in Frankreich nicht mehr stützen, sondern im Gegenteil bremsende Wirkung entfalten. In leichtem Kontrast zur Eurozone insgesamt gehen wir davon aus, dass die zyklische Talsohle in Frankreich bereits durchschritten ist. Die Ausrichtung der Olympischen Sommerspiele erfordert bis zur letzten Minute Investitionen in die Infrastruktur und dürfte in den Sommermonaten zusätzliche Konsumnachfrage schaffen. Darüber hinaus gilt auch für Frankreich, dass die rückläufige Inflation erstmals seit dem Frühjahr 2021 für ein Wachstum der Reallöhne sorgen wird. Die leichte Entspannung dieser Kaufkraftkrise dürfte in der zweiten Jahreshälfte 2024 die Binnennachfrage beleben. Gleiches erwarten wir von den sinkenden Finanzierungskosten. Trotz der zyklischen Verbesserung wird das Wachstum auf absehbare Zeit unter dem Potenzial der französischen Wirtschaft verweilen. Dies hat einen leichten Anstieg der Arbeitslosenquote zur Folge und mindert den Inflationsdruck zusätzlich.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.9%	2023: 4.9%
2024: 2.1%	2024: 2.4%

Mit 3.4% sank die Inflation im November auf den tiefsten Wert seit Januar 2022. Im Dezember erwarten wir aufgrund von Basiseffekten aus dem Vorjahr einen zwischenzeitlichen Anstieg auf 3.8%. Trotz höherer Steuern auf Tabakwaren und nochmals erhöhter Strompreise für die Privathaushalte sowie steigender Übernachtungstarife während der Olympischen Sommerspiele in Paris wird sich der Trend zu tieferen Inflationsraten im Jahr 2024 fortsetzen. Im Schlussquartal 2024 dürfte die Jahresteuern im Durchschnitt nur noch 1.5% betragen.

## Grossbritannien Tritt auf die Bremse

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.6%	2023: 0.5%
2024: 0.4%	2024: 0.3%

Die britische Wirtschaft hat sich 2023 besser gehalten als erwartet. Ein möglicher Grund ist der deutliche Anstieg der Nettoeinwanderung von ausserhalb der EU seit 2021, die zwar Ende 2022 gipfelte, aber per Mitte 2023 immer noch eine Zunahme der britischen Wohnbevölkerung von rund 1% implizierte. Die Immigration war vor allem durch den Gesundheits- und Pflegektor getrieben und half in jenen Sektoren, die Knappheit an Arbeitskräften zu lindern. Das Bevölkerungswachstum sorgte vor allem über den Konsum zu einem gewissen «Wachstum in die Breite», wobei das Wirtschaftswachstum pro Kopf enttäuschend ausfiel. Die Immigration dürfte 2024 als Wachstumstreiber an Schwung verlieren. Aufgeschreckt insbesondere durch den starken Familiennachzug stellte Home Secretary Cleverly eine deutliche Reduktion der Zuwanderung 2024 in Aussicht. Gleichzeitig plant die Regierung weniger Ausgaben und setzte bei grossen Infrastrukturvorhaben wie HS2 den Rotstift an, während die Geldpolitik vorerst eine Konjunkturbremse bleibt. Letzteres könnte sich im zweiten Halbjahr 2024 ändern, falls die Inflationsentwicklung günstig bleibt und erste Leitzinssenkungen zulässt. Der Rückgang der Inflation hat auch dafür gesorgt, dass die Reallöhne seit Mitte 2023 wieder leicht steigen, was den oben genannten Bremsfaktoren etwas entgegenwirkt.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.4%	2023: 7.4%
2024: 3.0%	2024: 3.1%

Trotz dem Rückgang der Inflation im Jahr 2023 bleibt die Situation in Grossbritannien fragiler als anderswo. Das Land startet mit einer deutlich höheren Kerninflationrate ins Jahr 2024 als die USA oder die Eurozone und wird gemäss unseren Prognosen weder bei der Gesamt- noch bei der Kerninflation das 2%-Ziel der Notenbank im Laufe des Jahres ganz erreichen. Deshalb ist das Ausmass der von uns und von den Finanzmärkten im Jahr 2024 erwarteten Zinssenkungen geringer als in anderen Wirtschaftsräumen.

## China Kein globaler Wachstumsimpuls

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.4%	2023: 5.2%
2024: 4.7%	2024: 4.6%

Der wirtschaftliche Ausblick Chinas für 2024 wird von den Aussichten des Immobiliensektors geprägt sein. Das Ziel der Regierung besteht darin, das Überangebot abzubauen, das sich in den letzten Jahren in diesem Sektor aufgebaut hat, und das Angebot an die tatsächliche Nachfrage anzupassen. Deshalb erwarten wir, dass die Abschwächung im Jahr 2024 und darüber hinaus anhalten wird. Da der Immobiliensektor etwa einen Viertel der chinesischen Wirtschaft ausmacht, wird sich die Abschwächung auf die Konjunkturlage auswirken und die Konsumentenstimmung belasten. Die Regierung wird weitere Unterstützungsmassnahmen einführen, die nicht beabsichtigen, die Investitionen anzukurbeln, sondern lediglich den Abwärtstrend bremsen sollen. Während also die alten Wachstumstreiber schwinden, gibt es andere Bereiche, die stark expandieren. Die Exporte der so genannten «neuen Drei», das heisst Solarzellen, Lithium-Ionen-Batterien und Elektrofahrzeuge, schnellen in die Höhe. Dadurch konnte China seinen Anteil an den weltweiten Exporten trotz der Diversifizierungsbemühungen im Rahmen der so genannten «China plus eins»-Strategie stabil halten. Gleichzeitig könnte aber der verstärkte Handelswettbewerb ein weiteres Kapitel im Handelskrieg aufschlagen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.2%	2023: 0.4%
2024: 1.0%	2024: 1.4%

Im Gegensatz zu anderen grossen Volkswirtschaften hatte China 2023 nicht mit steigenden, sondern mit sinkenden Preisen zu kämpfen. Die Schwäche im Immobilienmarkt hatte zur Folge, dass die mit dem Sektor verbundenen Güterpreise niedrig blieben, während zudem die Nahrungsmittelpreise 2023 gesunken sind. Für 2024 erwarten wir zwar eine leichte Erholung, dennoch wird die Inflation auf einem moderaten Niveau verbleiben und geldpolitischen Spielraum ermöglichen.

## 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.

Jahresausblick 2024

## Kernaussagen

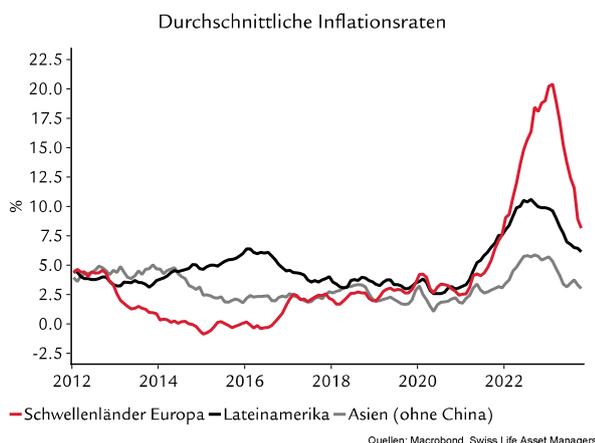
- Erholung der Binnennachfrage in Schwellenländern, während China als Wachstumsmotor ausfällt
- Sobald die US-Notenbank die Zinsen senkt, wird sich der Zinssenkungszyklus in Schwellenländern ausweiten
- Die geopolitischen Risiken bleiben hoch und stellen eines der grössten Risiken für unseren Ausblick dar

## Die Zahl im Fokus

4%

Laut einer Bloomberg-Umfrage wird für die Schwellenländer 2024 ein BIP-Wachstum von 4% erwartet, gegenüber einem erwarteten Wachstum von 3.9% für 2023. Da die Auslandsnachfrage voraussichtlich eher schleppend sein wird, wird die Binnennachfrage der treibende Wachstumsmotor der Schwellenländer sein. Insbesondere erwarten wir, dass die Inflation weiter zurückgehen wird, was den privaten Konsum stützt und einen breiteren Zinssenkungszyklus ermöglicht, der Investitionen ankurbeln dürfte.

## Die Grafik im Fokus

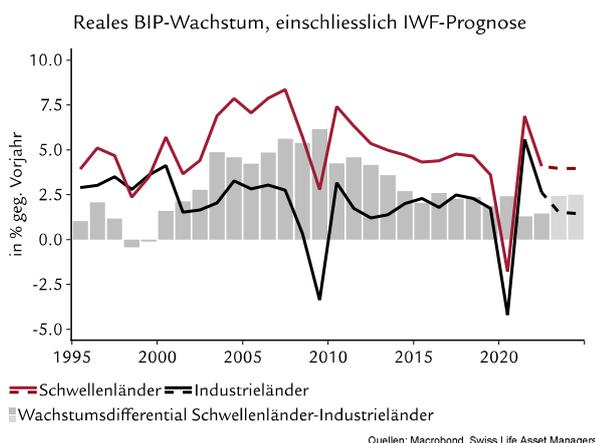


Der Abwärtstrend der Inflationsraten dürfte sich in den meisten Schwellenländern im Laufe des Jahres 2024 fortsetzen und die Inflationsraten in die Komfortzone der Zentralbanken bringen. Der Zinssenkungszyklus dürfte entsprechend über die ersten Länder, die bereits mit Zinssenkungen begonnen haben, hinaus ausgedehnt werden, insbesondere sobald die US-Zentralbank ihrerseits die Zinsen zurückschraubt. Der Inflationsrückgang wird bei den Gütern am stärksten ausgeprägt sein, während die Dienstleistungsinflation etwas zäher bleiben wird.

## Solide Binnennachfrage als Wachstumstreiber

Nach einem solider als erwarteten Jahr 2023 sind die Konjunkturaussichten für die Schwellenländer 2024 weiterhin robust. Laut einer Bloomberg-Umfrage wird für die Schwellenländer im Jahr 2024 ein Wachstum von 4.0% erwartet, was sogar leicht höher ist als das für dieses Jahr erwartete Wachstum von 3.9%. Diese positiven Aussichten stehen im Gegensatz zum Ausblick für die USA. Die grösste Volkswirtschaft der Welt dürfte sich abschwächen und damit die Exportnachfrage in Schwellenländern belasten. Auch von der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt, China, werden keine positiven Impulse erwartet, da das Wachstum durch die anhaltende Schwäche des Immobiliensektors und eine schwache Konsumentenstimmung gebremst wird. Der Wachstumsmotor für die Schwellenländer wird daher die Binnennachfrage sein: Die meisten der grossen Schwellenländer verfügen auch 2024 noch über reichlich Überschussersparnisse, die während der Pandemie angesammelt wurden, während der anhaltende Rückgang der Inflation die Realeinkommen weiter ankurbeln wird. Diese beiden Faktoren werden den Konsum stützen. Darüber hinaus ermöglicht der Inflationsrückgang eine Lockerung der Geldpolitik, was Investitionen ankurbeln dürfte. Entsprechend sollte sich das Wachstumsdifferential zu den Industrieländern leicht vergrössern (siehe Grafik 1). Nach Regionen aufgeschlüsselt werden die osteuropäischen Länder, die sich 2023 in einer tiefen Wirtschaftskrise befanden und zweistellige Inflationsraten auswiesen, voraussichtlich die grösste Verbesserung der Wachstumsraten verzeichnen. Lateinamerika, das bereits 2023 mit soliden Wachstumsraten überrascht hat, dürfte in der Lage sein, dieses Tempo beizubehalten,

Grafik 1: Das Wachstumsdifferential zwischen Schwellen- und Industrieländern weitet sich aus

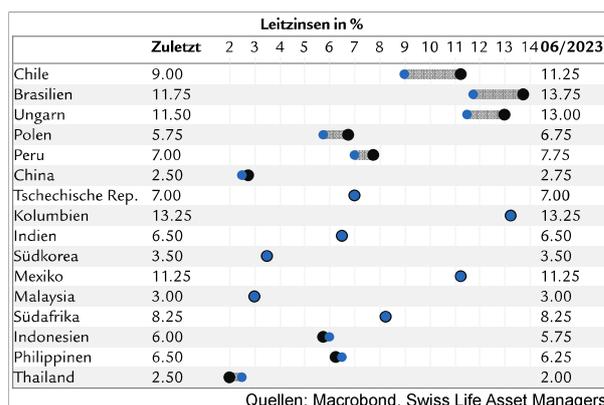


ten, da die Belastung der straffen Geldpolitik nachlässt. In Asien (ohne China) wird das Wachstum voraussichtlich etwas zurückgehen, was primär auf eine Normalisierung des ausserordentlich starken Konsums in Indien zurückzuführen ist. Dennoch weist die Region mit einem erwarteten Wachstum von 4.5% immer noch die mit Abstand höchste Wachstumsrate der Welt auf.

## Zinssenkungszyklus wird ausgeweitet

Im Laufe des Jahres 2023 ist die Inflation in den meisten Schwellenländern deutlich zurückgegangen. Dieser Trend dürfte sich 2024 fortsetzen. Insbesondere die Inflation bei Konsumgütern sollte weiter zurückgehen. Ein Grund dafür sind die Überkapazitäten in China, die sich in niedrigeren Exportpreisen niederschlagen und entsprechend den Abwärtstrend unterstützen dürften. Die Inflation bei Dienstleistungen ist zwar ebenfalls rückläufig, bleibt aber hartnäckiger, und angesichts der robusten Wachstumsaussichten könnte sich deren Normalisierung langsamer vollziehen. Insgesamt sollte der rückläufige Inflationstrend Zentralbanken mehr Spielraum geben, die Zinsen zu senken. Im Gegensatz zu den Industrieländern haben die Schwellenländer bereits seit Mitte 2023 mit Zinssenkungen begonnen, allen voran lateinamerikanische Länder wie Brasilien, Chile und Peru sowie die beiden osteuropäischen Volkswirtschaften Ungarn und Polen. Die asiatischen Zentralbanken waren bis anhin vorsichtiger, da sie das Risiko einer Währungsabwertung scheuten. Sobald jedoch die US-Notenbank 2024 wie von uns erwartet mit Zinssenkungen beginnt, werden sich auch diese Zentralbanken dem Zinssenkungsmodus anschliessen.

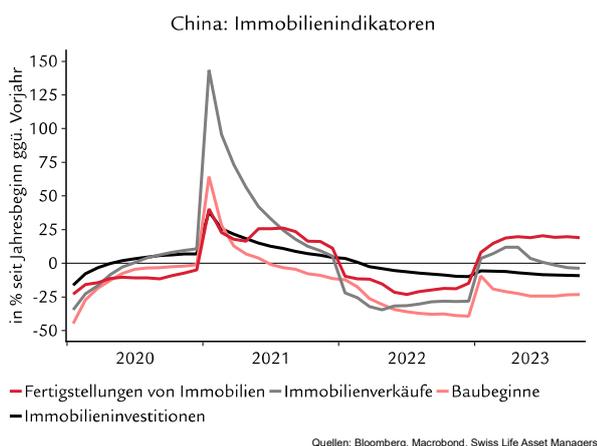
Grafik 2: Erste Zentralbanken haben die Zinsen bereits gesenkt, weitere dürften folgen



## Kein Wachstumsimpuls aus China

Der wirtschaftliche Ausblick Chinas für 2024 wird von den Aussichten des Immobiliensektors geprägt sein. Das Ziel der Regierung besteht darin, das Überangebot abzubauen, das sich in den letzten Jahren in diesem Sektor aufgebaut hat, und das Angebot an die tatsächliche Nachfrage anzupassen. Deshalb erwarten wir, dass die Abschwächung im Jahr 2024 und darüber hinaus anhalten wird. Da der Immobiliensektor etwa einen Viertel der chinesischen Wirtschaft ausmacht, wird sich die Abschwächung auf die Konjunkturlage auswirken und die Konsumentenstimmung belasten. Obwohl eine weitere Abwärtskorrektur der Immobilienentätigkeit angestrebt wird, ist das aktuelle Abwärtstempo zu hoch. Weitere Unterstützungsmassnahmen werden entsprechend folgen, um den Abwärtstrend etwas abzubremesen. Ein wichtiger Indikator für eine mögliche Stabilisierung der Immobilienverkäufe sind die Fertigstellungen von Immobilien, da das Vertrauen in den Sektor erst dann wiederhergestellt werden kann, wenn die Bevölkerung sicher ist, dass sie die Häuser, für die sie zuvor bezahlt hat, auch tatsächlich erhält. Zwar hat sich das Tempo der Fertigstellung beschleunigt, doch wenn es im laufenden Jahr auf dem derzeitigen Niveau bleibt, würde dies immer noch bedeuten, dass etwa die Hälfte aller bereits verkauften Häuser Verzögerungen unterworfen ist. Während also die alten Wachstumstreiber schwinden, gibt es andere Bereiche, die in die Höhe schnellen. Die Exporte der so genannten «neuen Drei», das heisst Solarzellen, Lithium-Ionen-Batterien und Elektrofahrzeuge, steigen in die Höhe. Dadurch konnte China seinen Anteil an den weltweiten Exporten trotz der Diversifizierungsbemühungen im Rahmen der sogenannten

Grafik 3: Fertigstellungen von Immobilien müssen weiter anziehen, um Verkäufe zu stabilisieren

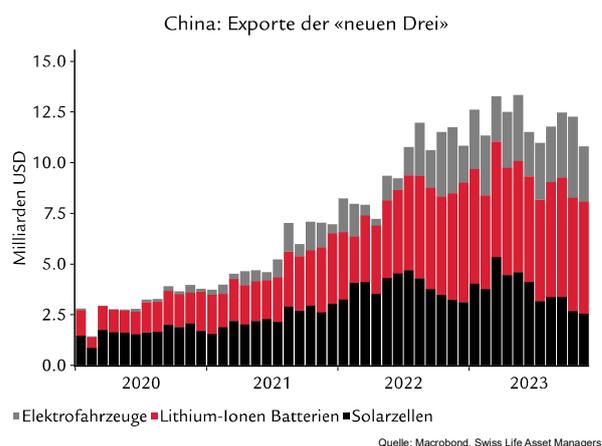


«China plus eins» Strategie stabil halten. Gleichzeitig könnte aber der verstärkte Handelswettbewerb ein weiteres Kapitel im Handelskrieg aufschlagen.

## Geopolitik im Brennpunkt

Die geopolitischen Risiken bleiben auch 2024 hoch. Wir gehen nicht davon aus, dass die aktuellen Konflikte, wie z. B. der Krieg zwischen Israel und Hamas, eskalieren werden. Eine wesentliche Verschlechterung der aktuellen Lage oder neue geopolitische Krisenherde stellen daher ein Abwärtsrisiko für unsere Prognosen dar. Darüber hinaus steht eine grosse Zahl von Präsidentschaftswahlen an, unter anderem in Indien, Mexiko, Südafrika, Venezuela und Taiwan. Von zentraler Bedeutung werden insbesondere die Wahlen in Taiwan am 13. Januar sein, da deren Ergebnis für die Beziehungen zwischen China und Taiwan von entscheidender Bedeutung ist. Umfragen zufolge wird der Kandidat der amtierenden DPP-Partei, Lai Ching-te, mit knappem Vorsprung gewinnen. Dennoch ist das Risiko einer Unabhängigkeitserklärung Taiwans, die einen umfassenderen Konflikt in der Region auslösen könnte, im Vergleich zu vor vier Jahren gesunken. Einerseits ist der Ton der DPP gemässigt geworden. Andererseits gehen laut einer Umfrage der Chengchi Universität in Taipei vom Juni 2023 die Unabhängigkeitsbestrebungen der taiwanesischen Bevölkerung zurück. Lediglich 4.5% der taiwanesischen Bevölkerung spricht sich für einen von China komplett unabhängigen taiwanesischen Staat aus. Dennoch werden die sino-taiwanesischen Beziehungen für Volatilität an den Märkten sorgen, da eine Eskalation nicht völlig auszuschliessen ist.

Grafik 4: Steigende Exporte der sog. «neuen Drei» stabilisieren Chinas Anteil an globalen Ausfuhren



## 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.

Jahresausblick 2024

## Zinsen und Anleihen

Zeichen stehen gut für Investment-Grade-Anleihen

### USA

- Die Abwärtskorrektur bei den geplanten Emissionen von US-Treasuries, die sinkende Inflation und schwächere Wirtschaftszahlen führten im November zu stark sinkenden Zinsen und Kreditspannen.
- Angesichts des erwarteten Wachstums- und Inflationsrückgangs dürfte das Fed die Zinsen 2024 senken, wovon Firmenanleihen trotz der erwarteten leicht höheren Kreditspannen profitieren dürften.

### Eurozone

- In der Eurozone liess die Inflation wegen der stagnierenden Wirtschaft deutlich nach. Die EZB passte daraufhin ihre Rhetorik an, was zu tieferen Staatsanleiherenditen und tieferen Kreditspannen beitrug.
- Da sich die Gesamtinflation dem EZB-Ziel nähert und sich die Konjunktur weiterhin abschwächt, könnte die EZB ihre restriktive Geldpolitik bald lockern. Die Zinsen dürften im Verlauf von 2024 sinken und die Kreditspannen etwas ansteigen.

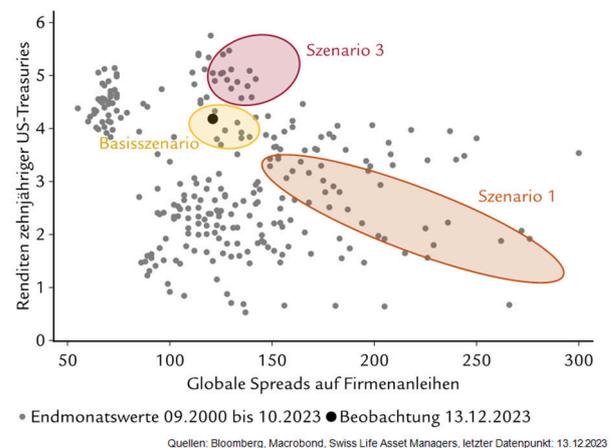
### Vereinigtes Königreich

- Das Vereinigte Königreich verzeichnete zwar jüngst ähnlich wie andere grosse Länder tiefere Staatsanleiherenditen, aber das Makroumfeld ist weniger günstig. Dies ist v. a. auf die mit 5.7% im Oktober immer noch hohe Kerninflation trotz gedämpftem Wirtschaftswachstum zurückzuführen.
- Von den grossen Zentralbanken dürfte die Bank of England als letzte die Zinsen senken, was eine Erholung der Wirtschaft erschwert. Wir erwarten bei den Zinsen einen Abwärtstrend, wenn auch weniger ausgeprägt als in den USA und der Eurozone.

### Schweiz

- In der Schweiz bleibt die Inflation unter Kontrolle; trotz einem Wirtschaftswachstum unter dem Potenzial rechnen wir 2024 nicht mit einer Rezession.
- Die SNB ist in einer komfortablen Lage, um 2024 mit Zinssenkungen zu beginnen. Dies dürfte angesichts des attraktiven Carry die Long-Position in der Duration und die Risk-on-Position im Schweizer Anleihenmarkt stützen.

### Spread- und Zinspfad in verschiedenen Wirtschaftsszenarien



2023 rechneten viele mit einer US-Rezession, die dann nicht eintrat. Trotz Problemen wie der US-Bankenkrise, geopolitischen Spannungen und der Immobilienkrise in China blieb die Weltwirtschaft robust und Risikoanlagen hielten sich gut. Seit Jahresbeginn gingen die Kreditspannen um ca. 20 Basispunkte (BP) zurück, die Renditen auf Staatsanleihen in den USA legten um ca. 30 BP zu, in Europa sanken sie um 40 BP. Die Gesamrenditen von EUR- und USD-Anleihen waren solide mit 6.3% bzw. 5.2%. 2024 könnten schwaches Wachstum und geringere Inflation den Weg für eine globale Lockerung der Geldpolitik ebnen (Basisszenario). Dies ist aber weitgehend von den Märkten eingepreist, was zu grosser Zins- und Spreadvolatilität führen könnte, sollten künftige Daten von diesem Szenario abweichen. Sollten Inflation und Wachstum die Erwartungen übertreffen, könnte dies ein Nachteil für die Anleger sein, da Spreads und Zinsen vom aktuellen Niveau ansteigen dürften (Szenario 3). Umgekehrt könnte eine globale Rezession attraktive Renditen liefern, da steigende Kreditspannen durch einen stärkeren Zinsrückgang ausgeglichen werden dürften (Szenario 1). Investment-Grade-Anleihen sind aktuell eine der attraktivsten Anlageklassen. Hohe Gesamrenditen und potenziell tiefere Zinsen lassen in einem allgemein günstigen wirtschaftlichen Umfeld für diese Anlageklasse 2024 potenziell hohe Gesamrenditen erwarten.

# Aktien

Vortreffliches Jahr 2023, tiefere Erwartungen für 2024

## USA

- Der US-Markt legte 2023 bisher 24.7% zu (alle Daten per 13.12.), nachdem er 2022 19.8% verloren hatte. Diese hervorragende Performance ist v. a. den «glorreichen Sieben» (den grossen Tech-Aktien) zu verdanken, die wegen des KI-Hypes über 100% zulegten.
- Die Performance der Anlagestile variierte stark. Ein gleich gewichteter Index der Aktien im S&P 500 stieg nur um 10% an, Wertaktien legten 4.5% zu und dividendenstarke Aktien verloren 1%. Auch Small Caps lagen 10% unter dem breiten Index.
- Wir halten es für unwahrscheinlich, dass die glorreichen Sieben ein weiteres derartig gutes Jahr haben werden. Der US-Markt ist eindeutig teuer bewertet.

## Eurozone

- Aktien der Eurozone legten 2023 um 18.4% zu, nachdem sie 2022 12.5% eingebüsst hatten.
- Die gute Performance ist viel breiter abgestützt als in den USA. In Europa entwickelten sich Wert- und Wachstumsaktien analog zum breiten Markt.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist tief und der Abschlag vs. US-Markt sehr hoch. Diese Bewertungslücke dürfte irgendwann abnehmen, aber derzeit fehlt für eine Konvergenz ein Auslöser.

## Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt legte 2023 5.0% zu – eine der schwächsten Entwicklungen der Industrieländer.
- Er profitiert aber von der tiefsten Bewertung und der höchsten Dividendenrendite aller grossen Industrieländer.

## Schweiz

- Der Schweizer Markt legte 2023 5.6% zu und blieb in CHF rund 9% hinter dem globalen Markt zurück.
- Von den grössten Aktien zeigten sich v. a. Roche (-10%) und Nestlé (-5%) schwach. Sie machen rund 29% des Swiss Market Index (SMI) aus.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitteuerste Markt.

## Schwellenländer

- Schwellenländeraktien legten 2023 um 4.3% zu. Den grössten Negativeffekt hatte China mit einer Performance von -13.6% (in USD). China macht rund 30% des Index aus.

## Bewertungsraster globaler Aktien (aktuelles Niveau 9670)

	Erwartetes Gewinnwachstum								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
10	4203	4466	4728	4991	5254	5516	5779	6042	6304
11	4623	4912	5201	5490	5779	6068	6357	6646	6935
12	5043	5359	5674	5989	6304	6619	6935	7250	7565
13	5464	5805	6147	6488	6830	7171	7513	7854	8196
14	5884	6252	6619	6987	7355	7723	8090	8458	8826
15	6304	6698	7092	7486	7880	8274	8668	9062	9456
16	6725	7145	7565	7985	8406	8826	9246	9667	10087
17	7145	7591	8038	8484	8931	9378	9824	10271	10717
18	7565	8038	8511	8984	9456	9929	10402	10875	11348
19	7985	8484	8984	9483	9982	10481	10980	11479	11978
20	8406	8931	9456	9982	10507	11032	11558	12083	12609
21	8826	9378	9929	10481	11032	11584	12136	12687	13239
22	9246	9824	10402	10980	11558	12136	12714	13291	13869
23	9667	10271	10875	11479	12083	12687	13291	13896	14500
24	10087	10717	11348	11978	12609	13239	13869	14500	15130
25	10507	11164	11820	12477	13134	13791	14447	15104	15761

Quellen: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers, letzter Datenpunkt: 14.12.2023

Unser Makroausblick geht von einer Abschwächung der US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2024 sowie von sinkenden Inflationsraten und Zinsen in den Industrieländern aus. Basierend auf diesem Ausblick dürfte der globale Aktienmarkt 2024 ein realistisches Performancepotenzial von 3 bis 7% (Gesamtrendite inkl. Dividenden) aufweisen. Dies deckt sich mit dem erwarteten Gewinnwachstum und setzt voraus, dass die Bewertungen weitgehend auf dem aktuellen Niveau bleiben. Dieser positive Gesamtjahresausblick beruht auf unserer Erwartung, dass die Zentralbanken im zweiten Quartal mit Zinssenkungen beginnen werden. Für positive einstellige Renditen sprechen auch die relativ tiefe Bewertung der globalen Aktienmärkte (ohne USA) und die historisch gute Entwicklung von Aktien, immer wenn am Ende der Fed-Zinserhöhungen eine sanfte Landung oder eine nur milde Rezession folgte. Negativ ist, dass wir derzeit eine sehr straffe Geldpolitik haben und eine Bewertung, die eine mögliche Rezession nicht berücksichtigt. Ausserdem sind Anleihen und Cash vs. Aktien sehr attraktiv geworden, da ihre Renditen nun nahe an der Gewinnrendite von Aktien liegen (primär in den USA). Wie gross ist das Abwärtspotenzial? Die Tabelle oben zeigt ein Raster mit der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) und dem Gewinnwachstum als Variablen. Das aktuell erwartete Gewinnwachstum liegt bei rund 10%, das KGV bei rund 18. Basierend auf diesen Annahmen liegt der theoretische Wert des globalen Aktienmarkts rund 8% über dem aktuellen Niveau. Beträgt das Gewinnwachstum 5% (aus unserer Sicht realistischer), liegt der faire Wert rund 3% über dem aktuellen Wert. Fällt das KGV und/oder die Gewinnerwartungen geringer aus, kann es zu grossen Verlusten kommen. Unsere Sicht über einen und drei Monate ist neutral und für das Gesamtjahr 2024 positiv. Die jüngste Kehrtwende des Fed sind klar positiv, aber der Markt hat in Erwartung tieferer Zinsen bereits stark aufgewertet.

# Währungen

USD-Stärke nimmt 2024 wieder zu

## USA

- Der USD war 2023 stark vom Auf und Ab der geldpolitischen Erwartungen und der Renditen auf US-Staatsanleihen getrieben und schloss das Jahr durchgezogen ab (alle Daten per 13. Dezember). Zu den Verlierern von 2023 gehörten Währungen von Rohstoffexporteuren; lateinamerikanische Währungen sowie CHF, GBP und EUR werteten vs. USD auf.
- Der USD dürfte 2024 vs. die meisten grossen Industrieländerwährungen aufwerten, trotz erwarteten Zinssenkungen durch das Fed. Andere Zentralbanken von Industrieländern mit Ausnahme der Bank of Japan dürften ihre Geldpolitik ebenfalls lockern und der Zinsvorteil («Carry») spricht generell für den USD.

## Eurozone

- Der EUR wertete vs. USD 2023 leicht auf, verlor aber vs. GBP und CHF, sodass der handelsgewichtete Wechselkurs fast unverändert blieb.
- Der EUR dürfte 2024 bei schwachem Wachstum, nachlassendem Inflationsdruck und der daraus folgenden geldpolitischen Lockerung schwach bleiben.

## Vereinigtes Königreich

- Trotz schwachem Wirtschaftswachstum wertete das GBP vs. USD und EUR auf, weil der hartnäckige Inflationsdruck die Geldpolitik sehr straff hielt.
- Entsprechend unserer Erwartung eines starken USD dürfte sich GBP/USD 2024 etwas abschwächen.

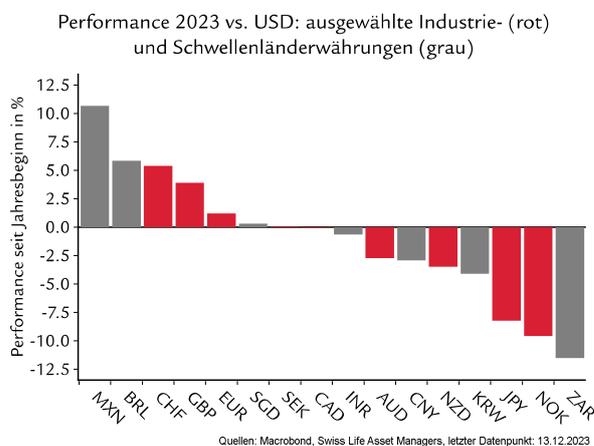
## Schweiz

- Der CHF wertete 2023 vs. alle übrigen Industrieländerwährungen auf.
- Trotz des Carry-Nachteils des CHF halten wir das Abwärtsrisiko für sehr beschränkt, da der CHF die bevorzugte Fluchtwährung bleiben dürfte.

## Japan

- Abgesehen von der NOK wies der JPY 2023 die schwächste Performance aller Hauptwährungen auf, weil die Bank of Japan an ihrer Negativzinspolitik festhielt.
- Die Geldpolitik dürfte sich 2024 nicht ausreichend normalisieren, um den JPY mit seinem grossen Carry-Nachteil attraktiv zu machen.

## 2023: ein durchgezogenes Jahr für den USD



Vor einem Jahr prognostizierten wir, dass der «USD-Superzyklus» 2023 enden würde. Nach dem Jahr 2022, in dem der USD fast alle Währungen schlug, zeigt die Performancetabelle 2023 für den USD bisher ein gemischtes Bild (siehe oben). Wie im Vorjahr lagen der mexikanische Peso (MXN) und der brasilianische Real (BRL) an der Spitze der Tabelle, unter den Industrieländern waren es CHF, EUR und GBP, die bei Redaktionsschluss vs. USD leicht aufwerteten. Für 2024 ist unsere Sicht auf den USD positiv. Obwohl die Wirtschaftsdynamik in den USA 2024 abnehmen dürfte, ist die Wirtschaftslage in Europa nach eineinhalb Jahren Stagnation problematischer, während der Inflationsdruck deutlich nachgelassen hat. Die EZB dürfte daher 2024 leicht mehr Zinssenkungen vornehmen als das Fed. Dieses Szenario wurde von den Märkten auch nach der Neubewertung der Geldpolitik nach der FOMC-Sitzung vom 13. Dezember nicht vollständig eingepreist. Die Zinsdifferenzen zwischen den USA und der Eurozone könnten sich daher 2024 vergrössern. Dieser «Carry-Vorteil» war in den letzten Jahren eine grosse Stütze für den USD und ist der Hauptgrund für unsere positive Sicht. Umgekehrt sehen wir deshalb auch den JPY-Ausblick weniger positiv als der Konsens. Trotz der erwarteten Abschaffung der Negativzinspolitik der Bank of Japan bleibt der Carry-Nachteil vs. USD gross, was das Aufwertungspotenzial des JPY vs. USD begrenzt. Für den CHF wirkt das Carry-Argument weniger belastend als den für den JPY. Der CHF war 2023 die bevorzugte Fluchtwährung («sicherer Hafen») und dürfte es auch 2024 bleiben, da die wirtschaftliche und die (geo-)politische Unsicherheit sehr gross bleiben.

## 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 liege den Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

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

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

Jahresausblick 2024 – Third-Party Asset Management

## Asset Allocation

Bemerkenswert und verwirrend: Rückblick 2023

### Übersicht

- Aufgrund der steigenden Anleiherenditen 2022 und der Tatsache, dass die Korrekturen an den Kredit- und den Aktienmärkten nicht ausreichten, um diese Anlageklassen attraktiv zu machen, waren unsere Erwartungen 2023 an hochwertige Anleihen positiv. Bei den Firmenanleihen- und den Aktienmärkten waren wir hingegen vorsichtig.
- Das robuste Wirtschaftswachstum in den USA und die Inflation, die sich rasch ihren Zielwerten näherte, liessen die Aktienmärkte 2023 aber steigen und die Kreditspannen verengten sich. Die hochwertigsten Anleihen hingegen hatten die meiste Zeit zu kämpfen, trotz Erholung in den letzten Wochen.

### Zinsen und Anleihen

- Nach einem Rückgang stiegen die Anleiherenditen in den USA und Deutschland stark an, um in den letzten Wochen 2023 wieder zu sinken. Staatsanleihen schnitten schlechter ab als Firmen- und High-Yield-Anleihen, da die Kreditspannen abnahmen.
- CHF-Anleihen entwickelten sich dagegen recht erfreulich. Die flache oder nur leicht inverse CHF-Zinskurve 2023 schuf weniger Anreiz, in die Geldmärkte zu gehen als anderswo und zog ausländische Anleger an, weil die z. B. in USD abgesicherten CHF-Renditen deutlich höher waren als die US-Renditen. Zudem war die SNB wegen der CHF-Stärke nicht gezwungen, die Zinsen markant anzuheben.

### Aktien

- Die Aktienmärkte der Industrieländer schnitten gut ab, trotz der Diskrepanz zwischen der sehr guten Entwicklung grosser Tech-Aktien und dem Rest des Marktes. Das Umfeld war für Small und Mid Caps negativ und unterstützte defensive Märkte wie die Schweiz wenig. Auch Schwellenländer schnitten wegen der Schwäche Chinas schlecht ab.
- Für einen CHF-Anleger waren die Renditeunterschiede zwischen den Industrieländern viel geringer, da sich der starke CHF negativ auf die CHF-Renditen ausländischer Aktienmärkte auswirkte.

### Ausblick 2024: offene Fragen klären

Die Finanzmärkte bevorzugten 2023 Risikoanlagen, da die Anleger glaubten, die geldpolitische Straffung sei mit kaum negativen Folgen für das Wachstum zu Ende, und sich die Inflation rasch wieder akzeptable Niveaus näherte. Somit bleiben die Kreditrisiko- und Gewinnerwartungen zu optimistisch und preisen nur ein geringes Risiko ein, dass sich die Konjunktur auch nur leicht abschwächt. Die sehr engen Kreditspannen und die teuren oder zumindest nicht billigen Aktienmärkte könnten daher allfällige negative Wirtschaftsmeldungen nicht auffangen. Die Staatsanleiherenditen lagen hingegen wohl in etwa auf ihrem «richtigen» Niveau, bevor sie nach den jüngsten Bewegungen nun darunter fielen. In unserem Basisszenario dürften daher hochwertige Anleihen 2024 eine solide Rendite erzielen, die Volatilität bleibt aber bestehen. Firmenanleihen und Aktien dürften hingegen korrigieren, sobald sich die Wirtschaft abschwächt, da sie zurzeit für Perfektion gepreist sind. In der zweiten Jahreshälfte 2024 dürften die zyklischen Tiefs in den wichtigsten Ländern hinter uns liegen, wodurch die Zentralbanken bei Bedarf ihre Geldpolitik lockern und sich Firmenanleihen und Aktienmärkte erholen können.

**Zusammenfassung und Risiken:** Wir erwarten für 2024 in allen wichtigen Anlageklassen positive Renditen, obwohl diese moderat ausfallen und die Risiken zunehmen dürften. Schwächt sich die Konjunktur nicht ab, hängt die Marktentwicklung von der Inflation ab. Normalisiert sich die Inflation, dürfte 2024 ein gutes Jahr für Aktienmärkte und Firmenanleihen werden. Eine wieder anziehende Inflation würde die Zentralbanken zu einer Straffung zwingen, was sich stark negativ auf alle Anlageklassen auswirken würde. Währungen spielten 2023 eine wichtige Rolle bei der Rendite und wurden getrieben durch sich wandelnde geldpolitische Erwartungen. Das dürfte auch 2024 so sein. Daher bleibt ein diszipliniertes Management des Währungsrisikos für eine erfolgreiche Anlagestrategie wichtig, wohl besonders für CHF-Anleger.

## 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.