

Oktober 2023

Kernaussagen

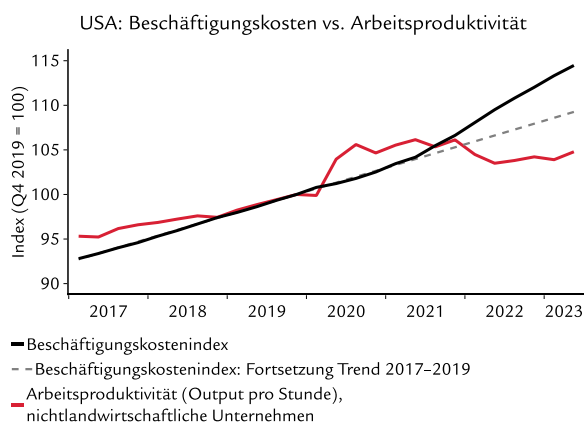
- USA: Steigende Realzinsen, schärfere Kreditbedingungen und schwache Produktivität belasten Firmen
- Eurozone: Energiepreise steigen wegen tieferem Angebot, Ausgangslage für Winter bleibt aber positiv
- China: Trotz einer Stabilisierung im August bleibt die Erholung in China hinter den Erwartungen zurück

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	2.1%	2.1% ↑	0.4%	0.8% ↑	4.2% ↑	4.1%	2.8%	2.5% ↓
Eurozone	0.5%	0.5% ↓	0.6%	0.7% ↓	5.7% ↑	5.5%	2.6% ↑	2.5%
Deutschland	-0.4%	-0.4% ↓	0.2%	0.6% ↓	6.1% ↑	6.0%	2.5% ↑	2.7% ↑
Frankreich	0.7%	0.8% ↑	0.8%	0.8% ↓	5.0% ↑	5.0% ↓	2.4% ↑	2.7% ↑
Italien	0.8% ↓	0.8% ↓	0.5%	0.7%	6.0%	6.0%	2.1%	2.4% ↑
Spanien	2.1%	2.2% ↑	1.2%	1.4%	3.8% ↑	3.6% ↑	2.3% ↓	3.0% ↑
Grossbritannien	0.2%	0.3% ↑	0.3%	0.4%	7.3%	7.4% ↑	3.0% ↑	3.1% ↑
Schweiz	0.7% ↑	0.8% ↑	1.0%	1.3% ↓	2.2% ↑	2.3%	1.9% ↑	1.6% ↑
Japan	1.8%	1.8% ↑	0.6%	0.9% ↓	3.0%	3.1% ↑	1.6%	2.0% ↑
China	5.0%	5.0% ↓	4.7%	4.5% ↓	0.5%	0.7% ↓	1.2%	1.8% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. September 2023

Grafik des Monats



In den USA hat sich seit Mitte 2021 eine Schere zwischen Lohnkosten und Arbeitsproduktivität geöffnet. Zwischen Anfang 2017 und Mitte 2021 stiegen die Lohnkosten für US-Unternehmen um 2.7% pro Jahr, was durch beinahe ebenso hohes Produktivitätswachstum kompensiert wurde. Ab Mitte 2021 hoben die Lohnkosten allerdings ab und wuchsen bis Mitte 2023 um 4.8% pro Jahr, während die Arbeitsproduktivität gar zurückging. In einer ersten Phase konnten die Firmen die höheren Kosten auf die Konsumenten abwälzen, was die Inflation befeuerte. Nun ist das schwieriger geworden, und die höheren Lohnkosten drücken auf die operative Marge der Firmen.

USA Bremsfaktor höhere Realzinsen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.1%
2024: 0.4%	2024: 0.8%

Die jüngst publizierten US-Daten zeigten wie von uns erwartet eine leichte Abkühlung der Wirtschaftsaktivität im August an. Die Arbeitsmarktdaten überraschten aber positiv, mit solidem Beschäftigungswachstum im August und tieferen Erstanträgen auf Arbeitslosenunterstützung im September. Dies trug dazu bei, dass einige Marktteilnehmerinnen und Ökonomen tiefere Rezessionsrisiken sehen, was sich in höheren Langfristzinsen respektive einem höheren BIP-Wachstum 2024 in der Umfrage von Consensus Economics widerspiegelte. Wir gehen zwar nicht von einer unmittelbaren Rezession aus, bleiben aber für 2024 vorsichtiger positioniert. In den jüngsten Einkaufsmanagerindizes von S&P zeigten sich auf der Dienstleistungsseite erste Schwächezeichen; der Subindex zum Neugeschäft fiel unter die Wachstumsgrenze von 50. Viel wichtiger ist aber der Anstieg der Realzinsen. Bereinigt um die Inflationserwartungen rentiert eine 10-jährige US-Bundesanleihe derzeit über 2%, so viel wie zuletzt 2008. Firmen sind also mit deutlich höheren Realzinsen, schärferen Kreditbedingungen und erhöhtem Margendruck als Folge der steigenden Lohnkosten (siehe Grafik des Monats) konfrontiert. Auf der Verteilungsseite des BIP ist der Einkommensanteil, der an die Unternehmen geht, im Vorjahresvergleich gar rückläufig. Historisch gesehen waren das schlechte Vorzeichen für private Investitionen und die US-Konjunktur.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.2%	2023: 4.1%
2024: 2.8%	2024: 2.5%

Aufgrund der steigenden Benzinpreise legte die Gesamtinflation im August weiter zu, von 3.2% auf 3.7%. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, ging aber erwartungsgemäss weiter zurück, von 4.7% auf 4.3%. Damit der weitere Rückgang der Kerninflation auf unter 3% gelingt, wie wir das für das zweite Quartal 2024 prognostizieren, ist aber unseres Erachtens eine deutliche konjunkturelle Abkühlung notwendig.

Eurozone Steigende Energiepreise

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.5%
2024: 0.6%	2024: 0.7%

Vor einem Jahr sah die Eurozone besorgt der Energiesituation im bevorstehenden Winter entgegen. Die Gasspeicher waren damals zwar zu 87% gefüllt, Russland hatte jedoch gerade den offiziellen Stopp der Gaslieferungen via Nord Stream 1 verkündet. Die schlimmsten Befürchtungen sind jedoch ausgeblieben. Heute beträgt der Stand der Gasspeicher gar 95%, so hoch wie selten zu dieser Jahreszeit. Verschiedene längerfristige Wettermodelle sagen ausserdem erneut einen milden Winter voraus. Nachdem sich die Energiepreise im Jahresverlauf 2023 ihrem Vorkrisenniveau angenähert hatten, stiegen sie jüngst jedoch wieder an. Am Gasmarkt sorgte ein Streik beim australischen Gasproduzenten Chevron, der 7% des globalen verflüssigten Erdgases produziert, für kurzfristige Volatilität. Der Konflikt in Aserbaidschan stellt eine weitere Unsicherheit dar, da die EU ihre Gasimporte aus diesem Land bis 2027 verdoppeln will. Aktuell stellt Aserbaidschan aber nur 3% der EU-Gasimporte. Die Preisanstiege für Benzin und Diesel waren getrieben durch Angebotseinschränkungen der OPEC+- Länder Saudi Arabien und Russland. Für die kommenden drei Monate sehen wir hier bei stabiler Nachfrage weitere Aufwärtsrisiken. 2024 könnten flexible Produzenten wie die USA das Angebot erhöhen und die schwächelnde Konjunktur die Nachfrage dämpfen und so zu einer Normalisierung der Ölpreise beitragen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.7%	2023: 5.5%
2024: 2.6%	2024: 2.5%

Die Konsumentenpreise für Gas und Elektrizität widerspiegeln die Preisentwicklungen im Grosshandel nur unvollständig. So stiegen sie im letzten Jahr nicht im gleichen Ausmass an und verharrten seither grösstenteils auf den erhöhten Niveaus. Die jüngste Volatilität am Gasmarkt dürfte deshalb für die Konsumentenpreise vernachlässigbar sein. Wir erhöhten unsere Inflationsprognose für dieses Jahr jedoch aufgrund der steigenden Benzin- und Dieselpreise, die sich direkter in den Konsumentenpreisen niederschlagen.

Deutschland Stabilisierung auf tiefen Niveaus

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.4%	2023: -0.4%
2024: 0.2%	2024: 0.6%

Die letzten Umfragewerte unter Einkaufsmanagern (PMI) und des ifo-Instituts deuten auf eine Stabilisierung der Stimmung in der deutschen Industrie hin, allerdings auf sehr tiefen Niveaus. Der PMI zeigt zwar leicht höhere Werte für neue Bestellungen, der Abwärtstrend bei der erwarteten zukünftigen Produktion setzte sich jedoch nach einer kurzen Verschnaufpause im Vormonat nun wieder fort und auch die Beschäftigungskomponente sank weiter unter die 50er-Wachstumsschwelle. Der Tiefpunkt des Pessimismus in der deutschen Industrie mag erreicht sein, aber eine schnelle Rückkehr zum Optimismus ist nicht zu erwarten. Im Dienstleistungssektor täuschte die Erholung des Gesamt-PMI fast zurück auf 50 über schwache Subkomponenten hinweg. Der Beschäftigungsindex fiel erstmals seit der Pandemie unter 50 und die Geschäftserwartungen liegen nur noch knapp im positiven Bereich. Auch im gebeutelten Bausektor zeigt die ifo-Umfrage eine weitere Verschlechterung auf den tiefsten Wert seit 2009, getrieben sowohl durch die aktuelle Situation als durch die Erwartungen. Im Wohnungssektor gaben 21% der befragten Firmen im August an, Projekte abgebrochen zu haben, und rund 12% beklagen finanzielle Schwierigkeiten, Werte, die seit Umfragebeginn 1991 noch nie beobachtet wurden. Der letzte Zinsschritt der EZB, mit dem wir nicht gerechnet hatten, dürfte die Stimmung in diesem Sektor weiter dämpfen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.1%	2023: 6.0%
2024: 2.5%	2024: 2.7%

Die Gesamtinflation sank im August weniger stark als erwartet auf 6.2%. Aufwärtsüberraschungen gab es sowohl bei den Energiepreisen als auch bei den Preisen für Dienstleistungen und Kerngüter. Damit verharrte die Kerninflation bei 5.5%. Wir erwarten, dass diese in den kommenden Monaten unter 5% sinkt, sehen aber Risiken gegen oben. Insbesondere steigen die Kosten im Dienstleistungssektor gemäss PMI wieder schneller.

Frankreich Wachstum unter Potenzial

BIP-Wachstum

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

Die vorläufigen September-Daten zum Einkaufsmanagerindex zeigen sowohl für die Industrie als auch für Dienstleister eine weitere Abschwächung der Dynamik. Im Unterschied dazu verbesserte sich das Unternehmerklima im verarbeitenden Gewerbe gemäss einer separaten Umfrage des statistischen Amtes INSEE zuletzt leicht. Aus dieser Umfrage ist zudem positiv mitzunehmen, dass die Beschäftigungspläne der Firmen erstmals in diesem Jahr nicht mehr weiter gedrosselt wurden. Eine ähnliche Aussage lassen Daten der Online-Jobplattform Indeed zu, wonach die saisonbereinigte Anzahl der geschalteten Stelleninserate seit Ende Juli wieder spürbar zugenommen hat. Die nachlassende weltwirtschaftliche Nachfrage und zurückhaltendes Investitionsverhalten der Unternehmen als Folge der gestiegenen Finanzierungskosten werden nur teilweise kompensiert durch Sondereffekte aus grossen öffentlichen Infrastrukturprogrammen oder Massenveranstaltungen wie der derzeit durchgeführten Rugby-Weltmeisterschaft und den Olympischen Spielen 2024. Nach unserer Einschätzung wird Frankreichs Wirtschaft bis zur Jahresmitte 2024 unter ihrem langfristigen Potenzial wachsen. Mit dem Ende des Zinserhöhungszyklus dürfte die Planungssicherheit unter langfristig orientierten Investoren und Projektentwicklern zurückkehren. Bereits jetzt zeichnet sich eine leichte Erholung der Baugenehmigungen für Wohnungen ab.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.0%	2023: 5.0%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Der jüngste Anstieg der Rohölpreise führte dazu, dass der Treibstoffpreis an den Tankstellen auf einen Höchststand für 2023 geklettert ist. Wir tragen dieser Entwicklung mit einer nach oben korrigierten Inflationsprognose Rechnung. Zur Wahrung der Kaufkraft der besonders betroffenen Haushalte werden derzeit wieder fiskalische Gegenmassnahmen diskutiert. Derweil setzt sich der Trend zu tieferen Verkaufspreisen im Warenbereich gemäss Umfragen weiter fort.

Italien

Katerstimmung an Ferragosto?

Die jüngsten Wirtschaftszahlen zeigen, dass sich auch die in den letzten zwei Jahren boomende italienische Wirtschaft nicht dem globalen Gegenwind entziehen kann. Just im August, dem wichtigsten Ferienmonat des Jahres, beklagten Dienstleister zum ersten Mal seit November 2022 rückläufiges Neugeschäft. Aktivitätszahlen wie Detailhandelsumsätze sind zwar für diesen Monat noch nicht vorhanden, die Preisentwicklung im Dienstleistungssektor deutet aber auf eine schwache Preissetzungsmacht und eine deshalb mutmasslich schwächere Nachfrage hin. Dienstleister beklagten in der Einkaufsmanagerumfrage von S&P, dass ihre Inputpreise schneller wachsen als die Outputpreise. Die Dienstleistungsinflation, noch bis Mai 2023 ein wesentlicher Inflationstreiber in Italien, ist nach unseren Berechnungen im Juli und August 2023 zu einem Stillstand gekommen. Deshalb sehen wir trotz höheren Energiepreisen von einer Revision der Inflationsprognosen ab und bleiben für das kommende Jahr sowohl bei der Inflation wie auch beim Wirtschaftswachstum vorsichtiger positioniert als Konsensus.

Spanien

Der Kampf um die Regierung

Die Regierungsbildung in Spanien gestaltet sich nach wie vor schwierig. Nach dem unklaren Ergebnis der Wahlen im Juli hatte der Oppositionsführer Alberto Núñez Feijóo als Wahlsieger den Auftrag zur Regierungsbildung erhalten. Bis jetzt ist es ihm jedoch nicht gelungen, eine parlamentarische Mehrheit für eine Regierung zu finden. Es stehen zwei Einsetzungsabstimmungen im Parlament an (nach Redaktionsschluss). Wir gehen nicht davon aus, dass Feijóo die nötige Mehrheit erreichen wird. Sollte Feijóo tatsächlich die Abstimmungen verlieren, startet damit eine zweimonatige Periode, in der der aktuelle Premierminister Pedro Sánchez die Möglichkeit hat, eine Regierung zu bilden. Seine Chancen werden leicht höher eingeschätzt, da er bereit ist, mit der katalanischen Separatistenpartei Gespräche zu führen. Sollte auch Sánchez bei der Regierungsbildung scheitern, werden im Januar Neuwahlen stattfinden.

Schweiz

Hoher Erklärungsbedarf

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.8%
2024: 1.0%	2024: 1.3%

Die Kommentierung der Schweizer Konjunktur wird durch die jüngste Publikation der vierteljährlichen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt eher erschwert als erleichtert. Zwar entsprach das Nullwachstum im Laufe des zweiten Quartals 2023 gegenüber dem Vorquartal weitgehend den Erwartungen. Teils markante Revisionen der Zahlen für die vorangegangenen Quartale brachten es nun aber mit sich, dass die durchschnittliche Jahresveränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts 2023 beinahe doppelt so stark ausgefallen wäre wie ursprünglich angenommen. Wenn wir nun also neu ein Wachstum von 0.7% veranschlagen, bedeutet dies in Wahrheit, dass wir die Annahmen zum Konjunkturverlauf in der zweiten Jahreshälfte 2023 nach unten revidieren. Gründe hierfür sind unter anderem die Signale aus den Einkaufsmanagerumfragen (PMI): Insbesondere der Wert des PMI für die Industrie lässt für die kommenden Monate einen weiteren Rückgang der konjunkturellen Dynamik im verarbeitenden Gewerbe erwarten. Darüber hinaus sind wenig Impulse vom Privatkonsum zu erwarten. Die Budgets der Haushalte werden im kommenden Jahr durch Steuererhöhungen, Mietzinssteigerungen und um rund 18% höhere Stromtarife belastet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.2%	2023: 2.3%
2024: 1.9%	2024: 1.6%

Wir verarbeiten bei unseren revidierten Inflationsprognose drei neue Informationen: Erstens sorgen im Moment höhere Energiepreise für einen Anstieg der Kosten für Benzin und Heizöl. Zweitens liegen jetzt die Daten zum Anstieg der Stromtarife für die Privathaushalte im Jahr 2024 vor. Und zu guter Letzt ist auch absehbar, dass der hypothekarische Referenzzinssatz nach dem Stichtag 1. Dezember 2023 bereits am 1. Juni 2024 erneut angehoben werden dürfte. Entsprechend ziehen wir eine bisher für 2025 erwartete Erhöhung der Mieten auf das Schlussquartal 2024 vor. Höhere Mieten tragen damit 0.8 Prozentpunkte zur erwarteten Jahresteuern 2024 bei.

Grossbritannien Der Herbst steht vor der Türe

BIP-Wachstum

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

Die erwartete Abkühlung ist im Juli eingetroffen. Das monatliche BIP-Wachstum für Juli fiel mit -0.5% im Vergleich zum Vormonat deutlich schwächer aus als erwartet. Alle drei Sektoren – Dienstleistungen, Bau und Industrie – wiesen ein negatives Wachstum auf. Besonders überraschend war der Rückgang im Dienstleistungssektor. Die Streiks im Gesundheitswesen scheinen eine grössere negative Auswirkung auf die Aktivität gehabt zu haben, als vorgängig erwartet wurde. Auch die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes für September deuten auf eine sich abschwächende Wachstumsdynamik hin. Obwohl der Industrieindex leicht angestiegen ist, bleibt er sehr tief, während der Dienstleistungsindex stark gefallen ist. Besonders die Beschäftigungskomponente zeigt eine starke Verschlechterung, was sich auch mit anderen Arbeitsmarktindikatoren deckt. Die Arbeitslosenquote ist weiter angestiegen und zeigt einen deutlichen Trend nach oben. Die Anzahl offener Stellen sowie die geleisteten Arbeitsstunden sind rückläufig. Das Lohnwachstum bleibt jedoch hoch und war im Juli das erste Mal seit März 2022 höher als die Inflationsrate. Das sind gute Neuigkeiten für britische Konsumenten, was sich auch in einer Verbesserung der Konsumentenstimmung widerspiegelt. Wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass sich das Wachstum im zweiten Halbjahr 2023 aufgrund der strikteren Finanzierungsbedingungen abschwächt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.3%	2023: 7.4%
2024: 3.0%	2024: 3.1%

Die Inflationsrate fiel im August deutlich tiefer aus als erwartet und lag bei 6.7% . Der Rückgang war breit abgestützt. Auch die Kern- sowie die Dienstleistungsinflation waren deutlich rückläufig. Das führte zu einem überraschenden Zinsentscheid der Bank of England (BoE), die die Leitzinsen überraschend unverändert gehalten hat. Die BoE betont jedoch weiterhin ihre Verpflichtung zu weiteren Zinsschritten, falls es Anzeichen für anhaltenden Inflationsdruck gibt.

China Stabilisierung, mehr nicht

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.0%	2023: 5.0%
2024: 4.7%	2024: 4.5%

Nach einem schwachen Juli haben die Aktivitätsdaten in China im August für eine positive Überraschung gesorgt. Die Industrieproduktion sowie die Einzelhandelsumsätze erlebten eine unerwartete Wachstumsverbesserung gegenüber dem Vormonat. Die starke Erholung der Einzelhandelsumsätze war besonders überraschend, da sie im Kontrast steht zur Abschwächung des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor im August. Höhere Umsätze in Sektoren, die besonders von den Sommerferien profitiert haben, wie Restaurants, Unterkunft und Reisen, waren die Haupttreiber. Die Industrieproduktion wurde vor allem von einer Erholung der Automobilproduktion und der Produktion von Solarbatterien gestützt. Das sind beides Sektoren, die von eingeführten politischen Unterstützungsmassnahmen profitiert haben dürften. Auch die Trendwende bei den Produzentenpreisen ist ein weiteres Indiz dafür, dass sich der Industriesektor langsam wieder stabilisiert. Zwar liegt die Produzentenpreisinflation immer noch in deflationärem Gebiet, jedoch zeigt die Entwicklung über die letzten Monate eine steigende Tendenz. Neben den Aktivitätsdaten zeigten auch die Aussenhandelsdaten eine leichte Verbesserung im August im Vergleich zum Vormonat. Während die Konjunkturdaten auf eine leichte Stabilisierung hindeuten, zeigt der chinesische Immobiliensektor auch im August keine Anzeichen einer Verbesserung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.7%
2024: 1.2%	2024: 1.8%

Alles in allem sieht es danach aus, als ob die von der Regierung eingeführten Unterstützungsmassnahmen endlich sichtbare Auswirkungen auf die Konjunkturdaten haben könnten. Dies ist zwar eine begrüssenswerte Entwicklung, aber wir gehen nach wie vor nicht davon aus, dass diese Massnahmen das Wachstum massgeblich ankurbeln werden, sondern dass sie eher einen stabilisierenden Einfluss haben dürften.

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.

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



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

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

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

Viertes Quartal 2023

Kernaussagen

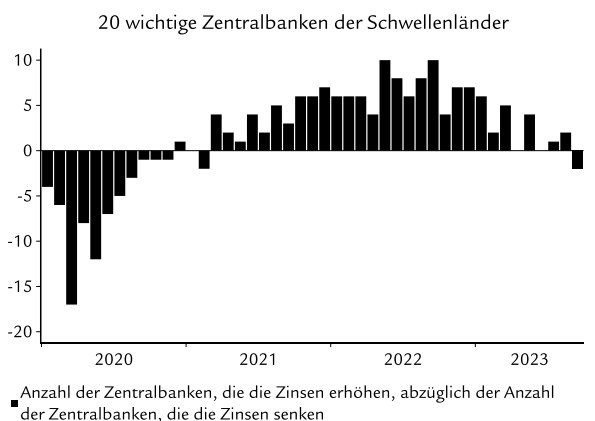
- Trotz einer Stabilisierung im August bleibt die Erholung in China hinter den Erwartungen zurück
- Südasiatische Staaten dürften den Nachfrageeinbruch aus China besonders zu spüren bekommen
- Die rückläufige Inflationsdynamik dürfte weitere geldpolitische Lockerungsschritte ermöglichen

Die Zahl im Fokus

51.4

Der Industrie-Einkaufsmanagerindex für die Schwellenländer stand im August bei 51.4. Damit liegt er deutlich über dem Wert für viele Industrienationen, die über die letzten Monate einen Stimmungseinbruch verzeichnet haben. Der Einkaufsmanagerindex für den Industriesektor der Eurozone beispielsweise lag im August bei 43.5, für die USA bei 47.9. Beide Werte liegen damit deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50.0. Der Index für die Schwellenländer hat sich über die letzten Monate robust über 50.0 gehalten und deutet auf eine gewisse Divergenz zwischen Schwellen- und Industrieländern hin, trotz des überraschend kurzlebigen Aufschwungs in China nach der Wiedereröffnung.

Die Grafik im Fokus



Während die Zentralbanken in den Industrieländern erst langsam am Ende ihres Zinserhöhungszyklus ankommen, sind die wichtigsten Zentralbanken der Schwellenländer bereits einen Schritt weiter. So haben zum Beispiel die Zentralbanken in Brasilien oder Chile bereits damit begonnen, die Leitzinsen aufgrund der vorteilhaften Inflationsentwicklung wieder zu senken. Durch die frühe und konsequente Straffung der Geldpolitik ist es den Schwellenländern gelungen, sich teilweise von der Abhängigkeit der Geldpolitik der US-Notenbank zu lösen und die Zinsen bereits vor dem US Fed zu senken, ohne dass die lokalen Währungen starke Verluste erleiden mussten.

Stabilisierung in China, mehr aber nicht

Nach einem schwachen Juli haben die Aktivitätsdaten in China im August für eine positive Überraschung gesorgt. Die Industrieproduktion sowie die Einzelhandelsumsätze sahen eine unerwartete Wachstumsverbesserung gegenüber dem Vormonat. Die starke Erholung der Einzelhandelsumsätze war besonders überraschend, da sie im Kontrast steht zur Abschwächung des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor im August. Höhere Umsätze in Sektoren, die besonders von den Sommerferien profitiert haben (beispielsweise Restaurants, Unterkunft und Reisen), waren die Haupttreiber. Die Industrieproduktion wurde vor allem von einer Erholung der Automobilproduktion und der Produktion von Solarbatterien gestützt. Das sind beides Sektoren, die von eingeführten politischen Unterstützungsmassnahmen profitiert haben dürften. Auch die Trendwende in den Produzentenpreisen ist ein weiteres Indiz dafür, dass sich der Industriesektor langsam wieder stabilisiert. Zwar liegt die Produzentenpreis-inflation immer noch in deflationärem Gebiet, jedoch zeigt die Entwicklung über die letzten Monate eine steigende Tendenz. Neben den Aktivitätsdaten zeigten auch die Aussenhandelsdaten eine leichte Verbesserung im August im Vergleich zum Vormonat. Alles in allem sieht es danach aus, als ob die von der Regierung eingeführten Unterstützungsmassnahmen endlich sichtbare Auswirkungen auf die Konjunkturdaten haben könnten. Dies ist zwar eine begrüßenswerte Entwicklung, aber wir gehen nach wie vor nicht davon aus, dass diese Massnahmen das Wachstum massgeblich ankurbeln werden, sondern

eher einen stabilisierenden Einfluss haben dürften.

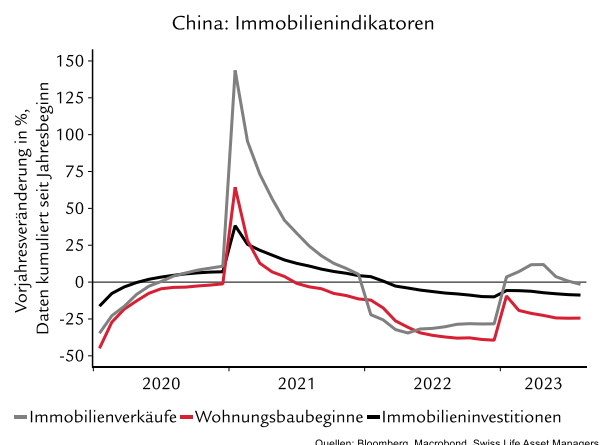
Der Immobiliensektor bleibt das Sorgenkind

Während die Konjunkturdaten auf eine leichte Stabilisierung hindeuten, zeigt der chinesische Immobiliensektor auch im August keine Anzeichen einer Verbesserung. Die Hauptindikatoren für den Immobiliensektor blieben im August allesamt schwach. Das Wachstum der Immobilienverkäufe fiel im August das erste Mal in diesem Jahr negativ aus, während Wohnungsbaubeginne sowie Immobilieninvestitionen ein weiterhin negatives Wachstum auswiesen. Auch ein Index der Häuserpreise in den 70 grössten chinesischen Städten zeigte ein negatives Preiswachstum, den dritten Monat in Folge. Die Regierung hat über die letzten Monate verschiedene Unterstützungsmassnahmen für den Immobiliensektor bekannt gegeben. Neben geldpolitischer Lockerung wurden die Vergabebedingungen für Hypotheken gelockert sowie einzelne Kaufrestriktionen für Immobilien seit Ende August entspannt. Wir gehen davon aus, dass die getroffenen Massnahmen einige Monate brauchen werden, um einen sichtbaren Effekt auf den Immobiliensektor zu haben. Ähnlich wie auf der Konjunkturseite sehen wir die Massnahmen jedoch nicht als Wachstumsbeschleuniger, sie sollten eher eine stabilisierende Wirkung haben. Der breitere Immobilien- und Bausektor und seine Zulieferer machen rund 30% des chinesischen BIP aus. Damit dürfte die schwächelnde Immobilienaktivität die Wirtschaftsaussichten in China weiter eintrüben.

Grafik 1: Die wichtigsten Wirtschaftsindikatoren in China zeigten im August eine Stabilisierung



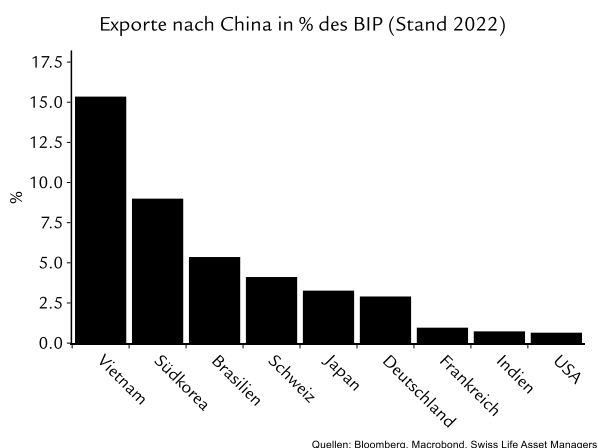
Grafik 2: Der chinesische Immobilienmarkt schwächelt weiterhin



Was bedeutet das schwächelnde China für den Rest der Welt?

Die Weltwirtschaft hatte Anfang des Jahres nach der Aufhebung der letzten Covid-Massnahmen auf einen starken Aufschwung in China gehofft. Dieser ist nun deutlich kurzlebiger und schwächer ausgefallen als erwartet. Wir haben bereits früh betont, dass der positive Effekt des chinesischen Aufschwungs auf die Weltwirtschaft dieses Mal etwas geringer ausfallen dürfte, da die Erholung besonders durch den Dienstleistungssektor getrieben wird im Gegensatz zu früheren Aufschwungsphasen, wo der Industriesektor die treibende Kraft war. Der chinesische Industriesektor ist als Nachfrager besonders wichtig für verschiedene Industriestaaten wie zum Beispiel Deutschland. Deutlich anfälliger sind jedoch südostasiatische Staaten wie z.B. Südkorea oder Vietnam, die stark von Exporten nach China abhängig sind. Sie dürften den Nachfrageeinbruch besonders zu spüren bekommen. So exportiert zum Beispiel Vietnam Waren in der Höhe von rund 15% des vietnamesischen BIP nach China. Die Abschwächung ist bereits in den Daten ersichtlich. So sind die chinesischen Importe aus dem Verband südostasiatischer Nationen (ASEAN) sowie auch die Exporte in die ASEAN-Region besonders stark eingebrochen. Auch Rohstoffexporteure sind besonders exponiert. China ist der grösste Verbraucher der meisten Industriemetalle. Aufgrund des schwachen Immobiliensektors dürfte auch die Nachfrage nach diesen Rohstoffen gedämpft bleiben. Die schwächelnde chinesische Wirtschaft hat zudem in einer Deflation der Produzentenpreise in China resultiert. Das dürfte immerhin dazu führen, dass China keinen zusätzlichen Preisdruck in den Rest der Welt exportiert.

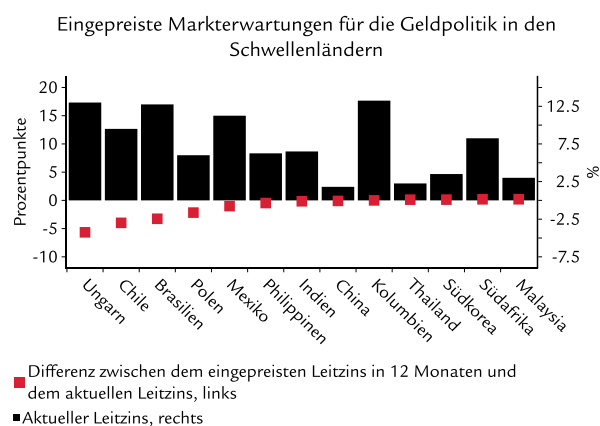
Grafik 3: Südostasiatische Staaten sind der Nachfrageschwäche in China besonders ausgesetzt



Zentralbanken ernten die Früchte ihres Erfolges

Wie bereits unter «Die Grafik» erläutert, hat die konsequente Straffung der Geldpolitik in den Schwellenländern dazu geführt, dass die Inflation in manchen dieser Länder bereits wieder um das Inflationsziel herum liegt. Der Rückgang der Inflation wurde zwar kürzlich unterbrochen durch steigende Energie- und Lebensmittelpreise, doch die Kerninflation ist weiterhin rückläufig und liegt in manchen Ländern mittlerweile unter der Gesamtinflationsrate. Der Rückgang der Kerninflation ist momentan besonders getrieben von rückläufigen Güterpreisen, auch dank der Wirtschaftsschwäche in China. Doch auch die Dienstleistungsinflation geht zurück, wenn auch etwas langsamer. Das sollten beruhigende Entwicklungen für die Zentralbanken in den Schwellenländern sein. Wir gehen davon aus, dass gerade Zentralbanken in Lateinamerika und Osteuropa über die nächsten Monate weitere Zinssenkungen durchführen können. In Asien hingegen sind die Zentralbanken noch etwas vorsichtiger und haben bis jetzt von Zinssenkungen abgesehen (mit der Ausnahme von China), einerseits aufgrund der Erhöhung der Lebensmittel- und Energiepreise und andererseits aufgrund des Risikos von Kapitalabflüssen. Ein weiterer wichtiger Faktor für die Geldpolitik in den Schwellenländern wird auch die Entwicklung des US-Dollars sein. Trotz der ersten Zinssenkungen bleiben die Realzinsen besonders in Lateinamerika auf einem hohen Niveau. Das sollte etwas Schutz für die Lokalwährungen gegen eine weitere allfällige USD-Stärke bieten. Trotzdem scheinen die eingepreisten Markterwartungen für weitere Zinssenkungen in unseren Augen zu hoch im Anbetracht der aktuellen Inflations- und Währungsdynamik.

Grafik 4: Weitere Zinssenkungen werden vom Markt erwartet



Economic Research



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



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



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



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



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



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

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

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



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

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

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

Oktober 2023

Zinsen und Anleihen

Wann greifen die Zinserhöhungen?

USA

- Die Zinsen steigen weiter und die Zinskurve wurde deutlich steiler. Die Rendite 30-jähriger Anleihen stieg im September um 45 BP, obwohl die Zentralbanken das Ende des Zinserhöhungszyklus andeuten. Die Investment-Grade-(IG)-Spreads verengten sich um 2 BP, die High-Yield-(HY)-Spreads weiteten sich um 8 BP aus.
- Das Fed hielt die Zinsen stabil, aber Powell bestätigte die Politik «höherer Zinsen für längere Zeit». Die Märkte schienen darauf mit der Auspreisung von einigen Zinssenkungen für 2024 zu reagieren.

Eurozone

- Die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen erreichten mit 2.8% ein neues Zyklushoch (+30 BP), begleitet von einer deutlichen Versteilung der Zinskurve. Trotz steigenden Renditen blieben die IG- und die HY-Spreads recht robust und verengten sich um 6 BP bzw. 19 BP.
- Die EZB überraschte die Märkte mit einem Zinsschritt von 25 BP und äusserte sich danach vergleichsweise taubenhaft angesichts der anhaltend hohen Kerninflation.

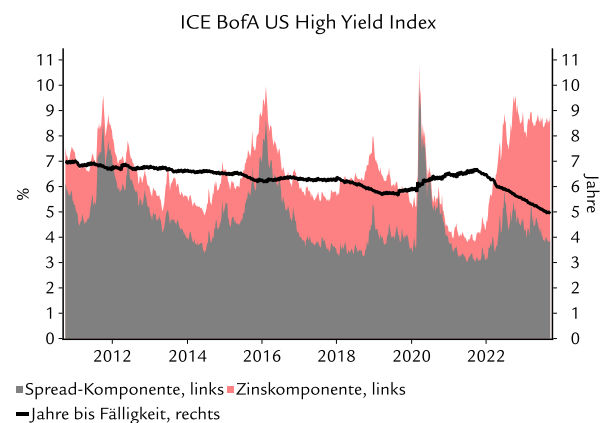
Vereinigtes Königreich

- Entgegen dem globalen Trend sanken die Renditen von Gilts bei der Zehnjahresmarke um 12 BP. Dies ist der kränkelnden Wirtschaft geschuldet: Produktions- und Dienstleistungs-Einkaufsmanagerindex deuten beide auf einen potenziellen Rückgang hin.
- Im September hielt die Bank of England die Leitzinsen konstant, was die Märkte angesichts der immer noch hohen Inflation überraschte.

Schweiz

- Die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen verharrten zwischen 0.8% und 1.1% – ein Muster, das seit einem halben Jahr beobachtet wird –, da die Wirtschaft mit einer Inflation von unter 2% weiter schleicht.
- Die SNB liess ihren Leitzins bei einer Kern- und Gesamtinflation von unter 2% unverändert.

Anleihen werden fällig, Fremdkapitalkosten steigen



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Bei der Inflationsbekämpfung setzen die Zentralbanken v. a. auf Zinsschritte, um die Fremdkapitalkosten zu erhöhen, Investitionen und Ausgaben zu drosseln und das Wachstum und in der Folge die Inflation zu dämpfen. Doch bisher blieb das Wachstum robust und die Inflation hoch. Ein wichtiger Grund für die verzögerte Transmission war die zuvor grosse Refinanzierungstätigkeit im langjährigen Tiefzinsumfeld, die es Firmen und Haushalten ermöglichte, billige Kredite mit längeren Laufzeiten aufzunehmen und ihre Cash-Reserven aufzustocken. Daher ist der Kreditbedarf bei den derzeit hohen Kosten gering. Die Neuemissionen gingen v. a. im HY-Sektor stark zurück und die mittlere Laufzeit erreichte ein Rekordtief. Doch viele Anleihen laufen bald aus und die Emittenten müssen sich wohl zu den aktuell sehr hohen Gesamtrenditen refinanzieren. Angesichts der restriktiven Fed-Politik können die Zinsen erst nach einem starken Anstieg der Kreditspannen deutlich sinken, doch ein solcher ist bisher bemerkenswerterweise nicht eingetreten. Wir halten eine Netto-Short-Position im Kreditrisiko, v. a. nach dem jüngsten Zinsanstieg, der eine Finanzierung für viele schwächere Emittenten verunmöglichen könnte. Bei der Duration tendieren wir zu einer Long-Position. Weitere kurzfristige Renditezunahmen sind zwar nicht auszuschliessen, aber allfällige Kreditereignisse würden wohl zu sinkenden Zinsen führen.

Aktien

Schärfere Korrektur durch restriktive Fed-Haltung

USA

- Der US-Markt büsste im September 5.2% ein, der Anstieg seit Jahresbeginn beträgt 12.6% (alle Daten per 26. September).
- Nach den Anstiegen der Aktienkurse dank der unerwartet starken Berichtssaison, gingen US-Aktien nun deutlich von ihren früheren Hochs zurück.
- Der Markt verspürte etwas Gegenwind, nachdem das Fed seine restriktive Haltung bestätigte, was die zehnjährigen US-Renditen weiter ansteigen liess. Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt immer noch über dem historischen Durchschnitt.

Eurozone

- Der Markt büsste im September 4.0% ein, seit Jahresbeginn legte er 9.3% zu.
- Die Berichtssaison lieferte unerwartet gute Ergebnisse. Die Eurozone enttäuschte aber mit schwachen Wirtschaftsdaten. Mehrere Länder stehen am Rande einer Rezession, v. a. Deutschland. Längerfristig bleiben Eurozonenaktien attraktiv bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt rentierte im September mit 3.1%, da die Bank of England von Zinsschritten absah. Seit Jahresbeginn legte der Markt 5.4% zu.
- Der britische Markt ist von allen grossen Industrieländern nach wie vor der am tiefsten bewertete, was wir aber als «Value Trap» ansehen.

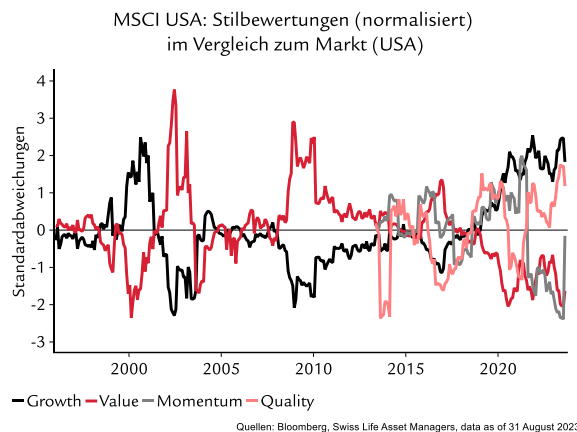
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im September 1.9% ein und liegt seit Jahresbeginn noch 3.9% im Plus.
- Schweizer Aktien entwickelten sich v. a. aufgrund des geringeren Gewichts von zyklusabhängigen Firmen besser als ihre europäischen Pendanten.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweit teuerste Markt.

Schwellenländer

- Der September fiel mit -3.2% enttäuschend aus. Seit Jahresbeginn legte der Markt 1.2% zu und liegt damit hinter den übrigen Aktienmärkten zurück.
- Wegen des weiterhin verhaltenen Wirtschaftswachstums Chinas, der erneuten Schwäche des chinesischen Immobilienmarkts und des erstarkten USD trugen chinesische Aktien zur negativen Entwicklung der Schwellenländer bei. Die von der chinesischen Regierung angekündigten Stimulierungsmassnahmen ging bisher zu wenig weit.

Grosse Unterschiede bei der Bewertung von Anlagestilen



Dieses Jahr sind die Performanceunterschiede zwischen Anlagestilen¹ wie «Growth», «Value», «Quality» und «Momentum» ausserordentlich gross. In den USA z. B. erzielte der «Growth»-Faktor seit Jahresbeginn eine Performance von 35%, «Value» legte nur 3% zu. Damit hält die «Growth»-Outperformance gegenüber anderen Anlagestilen seit der Finanzkrise an. Seit 2010 entwickelte sich «Growth» in 11 von 14 Jahren besser als «Value».

Aber nicht nur die Kurse weichen stark ab, auch die relative Bewertung entwickelte sich sehr unterschiedlich und liegt heute auf extremen Niveaus. Die relative Bewertung von «Growth» (vs. den breiten US-Markt) liegt heute fast zwei Standardabweichungen über ihrem historischen Mittel von null, diejenige von «Value» jedoch zwei Standardabweichungen unter dem historischen Mittel, was zu einer kombinierten Differenz von 4.5 Standardabweichungen führt. Die Grafik zeigt, dass dies bisher nur in Krisenzeiten der Fall war, nie aber in «normalen» Märkten. Man sieht auch, dass sich die extremen Bewertungsdifferenzen in der Vergangenheit normalisierten: Jede besonders hohe und tiefe Bewertung kehrte in Richtung historisches Mittel zurück. Seit 2018 werden die Unterschiede immer grösser. Wenn wir der Geschichte glauben (was wir tun), liegt die Wahrscheinlichkeit, dass «Value» und «Momentum» im nächsten Konjunkturzyklus besser abschneiden als «Growth» und «Quality», bei deutlich über 50%.

¹ **Growth:** Fokus auf die Zukunftsaussichten einer Aktie und die allgemeine finanzielle Gesundheit und Stärke eines Unternehmens **Value:** Finden von Unternehmen, die unter ihrem realen Wert gehandelt werden, bevor der breitere Markt dies tut **Quality:** Fokus auf Unternehmen mit starken Fundamentaldaten wie hoher Eigenkapitalrendite, geringer Fremdfinanzierung und stabilem Gewinnwachstum **Momentum:** Nutzung von Auf- oder Abwärtstrends bei den Kurs- und den Ertragsaussichten einer Aktie

Währungen

USD bleibt für längere Zeit stark

USA

- Die USD-Stärke hielt im September an. Der USD wertete vs. alle Hauptwährungen auf, am meisten vs. GBP und CHF.
- Wir bleiben bei unserer positiven USD-Sicht für nächsten Monat und das nächste Quartal. Der US-Zinsvorteil («Carry») dürfte signifikant bleiben und den USD stützen.

Eurozone

- Der EUR/USD-Wechselkurs setzte seinen Abwärtstrend im September fort und fiel unter 1.06. Die Wirtschaftsdaten aus der Eurozone enttäuschen erneut. Trotz der Zinserhöhung durch die EZB und der Pause des Fed im September stützt das US-Realzins-Carry den USD weiterhin.
- Unsere Ein- und unsere Dreimonatssicht auf EUR/USD bleiben negativ und der EUR dürfte sich nächstes Quartal vs. GBP und CHF seitwärts bewegen.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP büsste vs. USD im September rund 4% ein und entwickelte sich von den G10-Währungen am schlechtesten. Das GBP geriet unter Verkaufsdruck, nachdem die Bank of England an ihrer Septembersitzung die Zinsen überraschend unverändert gelassen hatte. Der Markt hatte einen weiteren Zinschritt eingepreist.
- GBP/USD dürfte nächsten Monat und im nächsten Quartal nach unten tendieren.

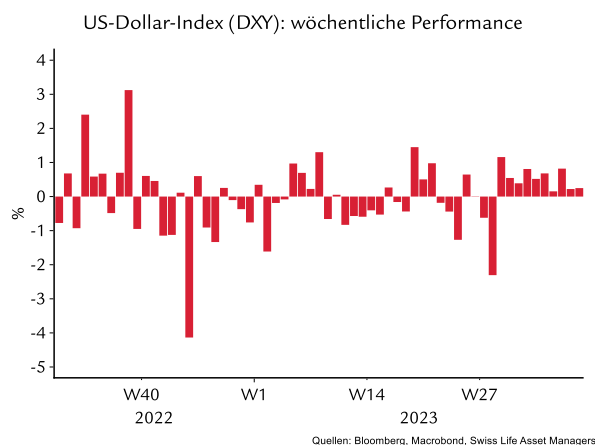
Schweiz

- USD/CHF setzte seinen Anstieg im September fort und notierte wieder bei über 0.90. EUR/CHF legte nach der SNB-Sitzung, als die SNB die Zinsen unverändert liess, stark zu. Der Markt hatte erwartet, dass die SNB der EZB mit einem weiteren Zinschritt folgen würde.
- Für nächsten Monat und das nächste Quartal halten wir an unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF fest.

Japan

- USD/JPY legte im September um 2.5% zu. Der Einbruch im Juli war somit nur kurzlebig in einem offenbar ungebrochenen Aufwärtstrend von USD/JPY.
- Wir halten dies jedoch für übertrieben und erwarten für das nächste Quartal eine Wende. Daher sind unsere Einmonats- und unsere Dreimonatssicht auf USD/JPY nun negativ.

USD-Stärke nimmt kein Ende



Die USD-Stärke war in den letzten Monaten besonders ausgeprägt: Der USD-Index legte in den letzten zehn Wochen ohne Unterbruch zu. Ein entscheidender Faktor in den letzten Monaten waren die grossen Renditedifferenzen zwischen den am höchsten und den am tiefsten rentierenden Währungen, was heisst, dass die Anleger auf «Carry-Suche» waren. In diesem Umfeld wirkte der USD attraktiv, da er eine hohe Rendite und defensive Eigenschaften bietet, was ihn auch in Zeiten verhaltener Risikostimmung attraktiv macht. Zudem profitierte der USD von relativ günstigen Wirtschaftsdaten aus den USA. Auch die jüngsten Zentralbankentscheidungen stützten den USD, obwohl das Fed an seiner letzten Sitzung die Zinsen unverändert liess, was der Markt weithin erwartet hatte. Die SNB und die Bank of England schlossen sich an und liessen ihre Zinsen ebenfalls unverändert. Anders als beim Fed hatte der Markt eine Zinserhöhung durch diese Zentralbanken eingepreist, was bei CHF und GBP vs. USD zu einem Ausverkauf führte. Obwohl die EZB im September die Zinsen wie vom Markt erwartet um 25 BP anhub, konnte das höhere Carry den EUR vs. den USD nicht aufwerten. Die straffere Geldpolitik vor dem Hintergrund eines schwächeren Wachstums in der Eurozone überwog die positiven Effekte einer abnehmenden Renditedifferenz zwischen den USA und der Eurozone. Der USD dürfte noch länger stark bleiben, weil die genannten Faktoren den USD im nächsten Quartal weiter stützen werden. Zudem könnten sich die Deflationsrisiken in China stärker auf den Inflationpfad der Eurozone auswirken als in den USA, sodass sich die EZB rascher moderater zeigen könnte. Dies wirkt sich zwar positiv auf die schwächelnde Wirtschaft aus, führt aber wieder zu einer grösseren Renditedifferenz.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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



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

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

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

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



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

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft 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.

Oktober 2023 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Zentralbanken geben nicht nach, Märkte korrigieren

Zusammenfassung

- Die grossen Zentralbanken liessen ihre Leitzinsen im September unverändert, bestätigten aber ihre restriktive Haltung.
- Die Finanzmärkte, die auf eine lockerere Geldpolitik setzten, reagierten negativ: Die Staatsanleiherenditen stiegen an, die Kreditspannen weiteten sich aus und die meisten Aktienmärkte korrigierten. Die Inflation sinkt zwar, aber angesichts der immer noch relativ starken Konjunktur machen sich Zentralbanken Sorgen über Inflationsrisiken. Sie dürften ihre aktuelle Politik beibehalten. Wir bleiben trotz den besseren Aktienbewertungen vorsichtig.

Zinsen und Anleihen

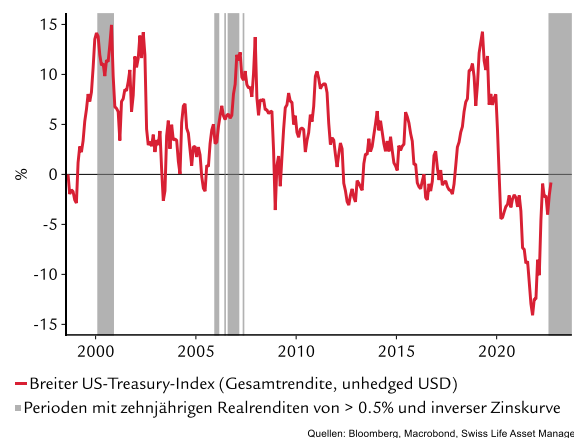
- Die Langfristzinsen stiegen stark an mit Realzinsen nahe an ihren Hochs der letzten 20 Jahre.
- Die negative Trendwende in der Anlegerstimmung führte zu leicht weiteren Kreditspannen, was jedoch nicht ausreicht, um unsere Ansicht zu ändern, dass die Kreditspannen zu eng sind.
- Da die restriktive Geldpolitik die Wirtschaft v. a. in den USA weiter dämpfen dürfte, werden die Langfristzinsen von ihren aktuellen Hochs wohl sinken. Doch die Spreads sind in einem solchen Umfeld zu eng, was Vorsicht bei Firmenanleihen nahelegt.

Aktien

- Die Aktienmärkte setzten ihren schlechten Lauf nach einer kurzen Erholung fort: Die Enttäuschung bei der Geldpolitik wurde durch zunehmende Anzeichen einer Konjunkturabschwächung noch verstärkt. Einzig Japan und die rohstofforientierten Aktienmärkte erzielten positive Renditen.
- Die absoluten Bewertungen liegen nun näher am oder unter dem historischen Mittel, obwohl das erwartete Gewinnwachstum nach wie vor hoch ist. Wir erwarten aber eine deutlichere Konjunkturabschwächung als derzeit eingepreist. Wenn wir recht haben, benötigen Aktienmärkte bessere Bewertungen, um Anleger anzuziehen, denn die höheren Anleiherenditen bieten eine interessante Alternative.

Sind längerfristige US-Treasuries attraktiv?

Die US-Staatsanleihezinsen stiegen in den letzten Wochen deutlich an. Angesichts der inversen Zinskurve fragen sich die Anleger aber, warum sie ein Durationsrisiko eingehen sollten, wenn es doch möglich ist, mit kurzfristigeren Anleihen attraktive Renditen zu erzielen. Das gilt auch für CHF- und EUR-Anleger: Nach der Währungsabsicherung verschwindet der Renditevorteil von US-Staatsanleihen gegenüber einheimischen Anleihen. Länger laufende US-Treasuries zu kaufen, ist aber sinnvoll, wenn die Anleger mit sinkenden Renditen und einer flacheren Kurve rechnen.



Die Grafik zeigt die rollierenden Renditen eines breiten US-Treasury-Index über die nächsten zwölf Monate. Die schattierten Flächen stehen für Perioden mit positiven zehnjährigen Realrenditen von mindestens 0.5% und einer inversen Zinskurve. Leider gibt es nur wenig Zeiträume mit diesen Voraussetzungen. Doch der Treasury-Bond-Index erzielte i. d. R. eine positive Performance über seiner mittleren Rendite. Dies war 2023 noch nicht so, was heisst, dass die Renditen in den nächsten Monaten mit der abflauenden Wirtschaft positiv werden könnten. Es ist daher sinnvoll, US-Treasuries in Portfolios aufzunehmen.

Asset Allocation

Wir bleiben defensiv und bevorzugen hochwertige Anleihen gegenüber Firmenanleihen und Aktien.

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.

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

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

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

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