Perspektiven
Konjunktur

SwissLife Asset Managers

April 2024

Kernaussagen

- USA: Abschwächung im Detailhandel, Aufhellung am Immobilienmarkt, gemischte Signale am Arbeitsmarkt
- Europa: weiterhin schwaches Momentum, aber erste Lichtblicke sowie eine überraschende Zinssenkung
- China: Wachstumsziel von 5% unrealistisch, angekündigte Fiskalmassnahmen bleiben schwammig

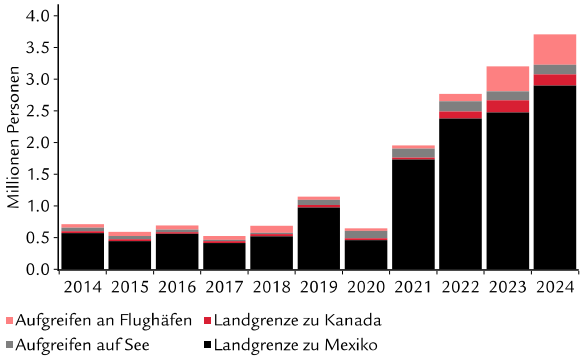
Prognosevergleich

	2024 BIP-Wachstum		2025 BIP-Wachstum		2024 Inflation		2025 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	2.1%	2.2% ↑	1.7%	1.6% ↓	3.1% ↑	2.8% ↑	2.4%	2.2%
Eurozone	0.3%	0.5%	1.0%	1.3%	2.5% ↑	2.3%	2.0%	2.0%
Deutschland	-0.2%	0.1% ↓	1.0%	1.1%	2.2%	2.5%	1.9%	2.1%
Frankreich	0.7% ↑	0.7%	1.0%	1.3%	2.3% ↑	2.5% ↑	1.7% ↓	1.9%
Italien	0.6% ↑	0.6% ↑	0.8%	1.0%	1.7%	1.8% ↓	1.9%	1.9%
Spanien	1.3%	1.6% ↑	1.6%	1.8%	2.9% ↑	3.0% ↑	2.1%	2.2% ↑
Grossbritannien	0.1%	0.2% ↓	1.0%	1.1%	3.0%	2.5% ↓	2.4%	2.2% ↑
Schweiz	1.2% ↑	1.1%	0.9%	1.6%	1.2%	1.4% ↓	0.9%	1.1% ↓
Japan	0.4% ↑	0.6% ↓	0.7%	1.1% ↑	2.0% ↑	2.3%	1.5% ↑	1.6%
China	4.5%	4.7% ↑	4.4%	4.4% ↑	0.8% ↑	0.8% ↓	1.9%	1.6%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. März 2024

Grafik des Monats

US Customs and Border Protection: Aufgreifen von unzulässigen Personen an der Grenze, Zahlen für das Fiskaljahr 2024 extrapoliert



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 2024

In den USA hat der Immigrationsdruck insbesondere aus Lateinamerika während der Präsidentschaft Biden deutlich zugenommen. Der Grenzschutz hat 2023 sechsmal mehr Personen ohne Aufenthaltsbewilligung aufgegriffen als 2020. Viele unerlaubte Grenzübertritte sind aber erfolgreich, und das unabhängige Congressional Budget Office (CBO) schätzt, dass sich die illegale Immigration allein 2023 auf 2.4 Millionen Personen belief, ein Vielfaches des Vorpandemieniveaus. Dieser Immigrationsschub trug vermutlich zum unerwartet robusten Wirtschaftswachstum 2023 bei. Die Immigration wird auch zentrales Wahlkampfthema sein, was den Demokraten Stimmen kosten könnte.

USA
Arbeitsmarkt, quo vadis?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.1%	2024: 2.2%
2025: 1.7%	2025: 1.6%

Der US-Privatkonsum hat im ersten Quartal wie erwartet an Dynamik eingebüsst, mit schwachen Detailhandelszahlen im Januar und Februar und einem Rückgang des Einkaufsmanagerindex für Dienstleister im März. Unserer Meinung nach ist das aber eine Normalisierung des Konsumwachstums von zuvor nicht nachhaltigen Niveaus aus. Derweil schlagen sich die gelockerten Finanzbedingungen positiv im Immobiliensektor nieder. Die Stimmung im Sektor hat sich gemäss NAHB-Umfrage deutlich verbessert und der Transaktionsmarkt bei Einfamilienhäusern ist seit Anfang Jahr wieder in die Gänge gekommen. So weit, so klar. Bei den Arbeitsmarktzahlen sind aber die Signale widersprüchlich: Das Stellenwachstum, das auf einer Umfrage unter Firmen beruht («establishment survey»), lag im Januar und Februar weit über den Erwartungen, und auch die Anträge auf Arbeitslosengelder senden keinerlei Warnsignale aus. Die Umfrage bei den Haushalten («household survey») zeigt aber über denselben Zeitraum einen deutlichen Rückgang der Beschäftigung und eine höhere Arbeitslosenquote. Meist schenken wir dem «establishment survey» mehr Beachtung, da die Stichprobe grösser ist, aber dieser Fakt kann die aktuelle Rekorddivergenz kaum erklären. Eine mögliche Erklärung ist die starke illegale Zuwanderung (siehe Grafik des Monats), die im Stellenwachstum reflektiert ist, aber gemäss einigen Stimmen beim «household survey» nur unzureichend erfasst wird.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 3.1%	2024: 2.8%
2025: 2.4%	2025: 2.2%

Nach dem Inflationsschock im Januar brachten die Februarzahlen keine Entwarnung: Die US-Gesamtinflation stieg von 3.1% auf 3.2%, getrieben durch höhere Energiepreise, während die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) weniger als erwartet zurückging, von 3.9% auf 3.8%. Erneut machte sich ein höheres Wachstum der Mietkosten bemerkbar, was im Widerspruch zu einem nachlassenden Preisdruck bei den inserierten Neu- und Angebotsmieten steht.

Eurozone
Angst vor November

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.3%	2024: 0.5%
2025: 1.0%	2025: 1.3%

Die Eurozone kämpft nicht nur mit einer zyklischen Wachstumsschwäche, die im ersten Quartal 2024 anhält, sondern auch mit strukturellen Problemen, insbesondere mit einem anhaltenden Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Gleichzeitig bereitet die Entwicklung im Ukrainekrieg Sorgen und zeigt den deutlichen Bedarf an mehr Verteidigungsausgaben auf EU-Ebene auf. Eine allfällige zweite Trump-Präsidentschaft würde sowohl die Handels- als auch die Verteidigungsproblematik zusätzlich verschärfen, auch wenn eine volle Umsetzung der Drohungen Trumps (10% Zoll auf alle Güterimporte und Rückzug aus der NATO) unwahrscheinlich ist. Die Eurozone würde unter einem breitflächigen Handelskrieg deutlich mehr leiden als die USA: Exporte in die USA machen rund 3.4% des Eurozonen-BIP aus, Exporte der USA in die Eurozone rund 1.4% des US-BIP. Ob diesmal die Formulierung einer unverbindlichen Absicht, mehr US-Produkte zu kaufen, Trump besänftigen würde, ist fragwürdig. Ein solches «Versprechen» stünde ausserdem ausgerechnet im Widerspruch mit dem angestrebten Ziel der neuen EU-Verteidigungsstrategie, bis 2035 60% der Beschaffung innerhalb der EU zu tätigen – aktuell beschafft die EU 63% ihrer Verteidigungsausrüstung aus den USA. Ein weiterer Schwachpunkt der neuen Strategie bleibt die Finanzierung, gerade in einer Zeit, in der auf nationaler Ebene wieder Fiskalkonsolidierung angesagt ist.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.5%	2024: 2.3%
2025: 2.0%	2025: 2.0%

Eine zweite Trump-Präsidentschaft wäre für das Wachstum in Europa negativ. Die Auswirkung auf die Inflation ist hingegen unklar. Mehr Handelshemmnisse und höhere Staatsausgaben für die Verteidigung würden die Inflation zumindest temporär erhöhen, eine generell schwächere Nachfrage hätte einen inflationsdämpfenden Effekt. Bis zu den Wahlen dürfte die Inflation aber weiter zurück gehen, nachdem sie im Februar mit 2.6% leicht nach oben überrascht hat.

Deutschland
Schwache Aktivität im Januar

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: -0.2%	2024: 0.1%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

2022 betrugen die Exporte Deutschlands in die USA 4% des deutschen BIP. Höher war der Anteil innerhalb Europas nur in Irland (11.8%), der Schweiz (8.0%) und Belgien (6.4%). Damit ist Deutschland dem Risiko einer protektionistischeren US-Regierung deutlich stärker ausgesetzt als die drei weiteren grossen Volkswirtschaften der Eurozone (Italien: 3.3%, Frankreich: 1.8%, Spanien: 1.4%). Kommt hinzu, dass Autoimporte für Trump ein besonderer Dorn im Auge sind und ein Fokus auf neue Handelshemmnisse in dieser Branche für Deutschland schmerzhaft wäre. Bereits ohne Trump hinkt Deutschlands Wirtschaft anderen Volkswirtschaften nach. Die Industrieproduktion konnte im Januar den Dezembereinbruch nicht komplett wettmachen und bleibt 10.7% unter dem Vorpandemieniveau (Eurozone: –2.5%). Die Detailhandelsumsätze gingen weiter zurück und liegen damit wieder 1.2% unter dem Niveau vom Januar 2020 (Eurozone: +1.4%). Auch der Einkaufsmanagerindex der Industrie bleibt in Deutschland besonders schwach. Der weitere Rückgang im März war zwar grösstenteils durch eine Normalisierung der Lieferfristen getrieben, aber auch der Beschäftigungsindex ging weiter zurück, während sich die Indizes der Produktion und der neuen Bestellungen nur leicht verbesserten. Ein Lichtblick war die deutliche Stimmungsverbesserung gemäss ifo-Umfrage in allen Hauptsektoren, wenn auch grösstenteils von tiefen Niveaus aus.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.2%	2024: 2.5%
2025: 1.9%	2025: 2.1%

Die Gesamtinflation sank im Februar von 2.9% auf 2.5%. Die Kerninflation verharrte jedoch bei 3.4% mit weiterhin hoher Inflation bei Dienstleistungen und überraschend hoher Kerngüterinflation. Auch das Jahreswachstum der verhandelten Löhne blieb im Januar bei 2.4% konstant, nachdem es sich seit Juli 2023 von 3.5% aus kontinuierlich abgeschwächt hatte. Wir denken, dass die Kerninflation erst nächstes Jahr unter 2% fallen wird.

Frankreich
Sportliche Herausforderung

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

Zuletzt boten die Umfragen unter Unternehmen für jeden etwas: Wer das Glas weiterhin als halb leer betrachtet, verweist auf den Rückgang der Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Industrie und den Dienstleistungssektor im Monat März. Mit der Ausnahme vom Januar 2023 verharrt der PMI für die Industrie nun seit 19 Monaten unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Auch der PMI für die Dienstleister wurde nun schon zehn Mal in Folge unterhalb der genannten Schwelle ausgewiesen. Wer für den weiteren Jahresverlauf zu etwas mehr Optimismus neigt, kann sich an den Werten der Unternehmerbefragungen des statistischen Amtes INSEE erfreuen, welche im März einen deutlichen Anstieg anzeigten. Gemäss dieser Quelle füllen sich die Auftragsbücher im verarbeitenden Gewerbe seit Beginn des Jahres. Der entsprechende Indikator liegt aktuell auf dem höchsten Wert seit Dezember 2022. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass das Ende der Kaufkraftkrise tatsächlich bevorsteht. Die Kombination von erstmals seit 2021 wieder steigenden Reallöhnen und der Erwartung tieferer Finanzierungskosten stimmt uns zuversichtlich, dass die Konsum- und Investitionsnachfrage sich im Laufe des Jahres erholen wird. Die quantitative Prognose zum BIP-Wachstum 2024 wird durch den Umstand erschwert, dass die Nettoeffekte der Durchführung der Olympischen Sommerspiele auf das Bruttoinlandsprodukt vorerst nicht abschätzbar bleiben.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.3%	2024: 2.5%
2025: 1.7%	2025: 1.9%

Auch die Inflationsprognose wird von den Sommerspielen herausgefordert. Anbieter von Dienstleistungen dürften während der Sommermonate ihre Preissetzungsmacht gegenüber sportbegeisterten Touristen ausreizen. Weiterhin zeigt der allgemeine Trend bei der Inflation nach unten, insbesondere für die Komponenten Bekleidung, Kommunikation und Haushaltsgeräte. Wir rechnen mit einem Rückgang der Inflationsrate auf unter 2% bis zum Schlussquartal 2024.

Italien
Risikoaufschlag geht zurück

Die Wirtschaftszahlen aus Italien bleiben freundlich. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für März lag bei Redaktionsschluss noch nicht vor, aber die Entwicklung bis und mit Februar deutet auf eine Beschleunigung der Dynamik im Dienstleistungssektor hin, während der Industriesektor wie im übrigen Europa schwächelt. Unser einfaches Modell, welches den PMI auf das Wirtschaftswachstum regressiert, prognostiziert für das erste Quartal 2024 ein Wachstum von 0.2% gegenüber Vorquartal. Damit könnte Italien den Schwung aus dem zweiten Halbjahr 2023 halten und abermals besser abschneiden als Deutschland. Auch bei den Staatsobligationen performte Italien besser. Die Renditen auf zehnjährige deutsche Staatsanleihen erhöhten sich seit Anfang 2024 um 0.3 Prozentpunkte, während diejenigen auf italienische Anleihen gleicher Laufzeit gar marginal fielen. «Lo Spread», also der Risikoaufschlag von italienischen gegenüber deutschen Staatsanleihen, fiel auf den tiefsten Wert seit zwei Jahren – ein «Vertrauensbekenntnis» der Finanzmärkte, das sich mittels lockerer Finanzbedingungen zusätzlich positiv auf das italienische Wachstum 2024 auswirken könnte.

Spanien
Robuster Arbeitsmarkt

Der Einkaufsmanagerindex der Industrie kletterte in Spanien im Februar zum ersten Mal seit März 2023 über die Marke von 50, mit Verbesserungen der Indizes für Produktion, neue Bestellungen und Beschäftigung. Der Beschäftigungsindex kletterte auf den höchsten Wert seit Mai 2023. Der Arbeitsmarkt zeigt sich allgemein robust. Die Arbeitslosenquote sank im Januar weiter auf 11.6%, ein Jahr vorher lag sie noch bei 13.0%. Am deutlichsten war der Rückgang für Arbeitnehmerinnen in der Altersklasse 15–24 auf 27.7%, während Männer in derselben Altersklasse einen Anstieg verzeichneten auf 29.4%. Für Männer ab 25 Jahren liegt die Arbeitslosenquote bei 8.5% deutlich unter der für Frauen derselben Altersklasse von 12.1%. Im Februar verzeichnete die Anzahl beschäftigter Personen den stärksten Anstieg seit April 2023 und die Angst vor Arbeitslosigkeit sank gemäss Konsumentenumfrage weiter. Am besorgtesten sind derzeit Personen zwischen 30 und 49. Das Lohnwachstum gegenüber Vorjahr lag im Februar bei erhöhten 2.6%. Allerdings waren die Reallöhne bei einer Inflation von 2.8% wieder leicht rückläufig.

Schweiz
Leitzins runter, Inflation auch?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.1%
2025: 0.9%	2025: 1.6%

Über das ganze erste Quartal hinweg dümpelten der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) und weitere hochfrequente regionale Indikatoren vor sich her. Damit bestätigte sich in den letzten Wochen unser Befund einer wirtschaftlichen Entwicklung im Kriechgang. Vor diesem Hintergrund brachte sich am 21. März die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit einer nur von wenigen Analysten erwarteten Zinssenkung ins Spiel. Für ihre Verhältnisse recht deutlich begründete die SNB den Zinsschritt nicht nur mit der erreichten Stabilisierung der Inflation, sondern auch damit, mit der Zinssenkung die wirtschaftliche Entwicklung zu unterstützen. Weiterhin gehen wir von einer beschleunigten konjunkturellen Dynamik im Laufe des Jahres aus. Damit diese Annahme sich tatsächlich bewahrheitet, müssen im zweiten Quartal die Werte der Einkaufsmanagerindizes für alle Sektoren auf über 50 Punkte steigen. Ebenso würden wir eine Zunahme der Konsumentenstimmung erwarten, die neuerdings monatlich durch das SECO erhoben wird. Erstmals seit 2021 wieder steigende Reallöhne in Europa und die unterstützende Geldpolitik sind Vorboten einer solchen Entwicklung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.4%
2025: 0.9%	2025: 1.1%

Die Zinssenkung der SNB hatte die nach Lehrbuch erwartete Folge, dass der Schweizer Franken an Wert verlor. Damit steigt kurzfristig die Wahrscheinlichkeit erhöhter Einfuhrpreise. Kontraintuitiv hat die Zinssenkung aber infolge einer schweizerischen Eigenheit auch eine dämpfende Wirkung auf den weiteren Verlauf der Inflation. Es wird nun nämlich weniger wahrscheinlich, dass der zur Festlegung der Bestandsmieten massgebliche hypothekarische Referenzzinssatz weiter erhöht wird. Bleibt dies tatsächlich aus, wird der Anstieg der Mieten nächstes Jahr geringer ausfallen als bisher erwartet.

Grossbritannien
Steuersenkungen angekündigt

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.1%	2024: 0.2%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

Im März waren die Augen in Grossbritannien weniger auf ökonomische Daten, sondern vielmehr auf die Fiskal- und die Geldpolitik gerichtet. Chancellor Jeremy Hunt präsentierte das «Frühlingsbudget», bei dem die wichtigste Massnahme eine Reduktion der Sozialversicherungsbeiträge («National Insurance Contribution») um 2 Prozentpunkte ist. Zudem wird die Einfrierung der Abgabe auf Treib- und Brennstoffe verlängert. Diese Massnahmen kosten rund 0.5% des britischen BIP. Im Gegenzug sollen die Steuerregeln bei (zumeist reichen) Ausländern, die Hauptwohnsitz ausserhalb Grossbritanniens für sich reklamieren, verschärft werden. Die weiteren «Gegenfinanzierungen», beispielsweise höhere Produktivitätsannahmen, sind fragwürdig, weshalb das Budget insgesamt einen marginal positiven Fiskalimpuls bringen könnte. In erster Linie folgt das Budget aber auch wahltaktischer Logik. Die Parlamentswahlen finden spätestens am 28. Januar 2025 statt, und die Tories liegen in Umfragen zurück. Das Budget schafft ein «fait accompli» mit Massnahmen, die in der Labour-Wählerschaft teils beliebt sind. Noch wichtiger für den Wirtschaftsausblick ist aber die Geldpolitik. Wortmeldungen des Gouverneurs der Bank of England (BoE) sowie die Stimmenverteilung beim Zinsentscheid im März verschoben die Markterwartungen für die Zinssenkungen nach vorne, wobei nun bereits der 20. Juni als mögliches Datum für einen ersten Zinsschritt eingeschätzt wird.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 3.0%	2024: 2.5%
2025: 2.4%	2025: 2.2%

Die Inflationszahlen vom Februar beflügelten ebenfalls die Hoffnungen auf etwas frühere Zinssenkungen der BoE als bisher erwartet. Sowohl Gesamt- als auch Kerninflation gingen stärker zurück als vom Markt erwartet, Erstere von 4.0% auf 3.4% und Letztere von 5.1% auf 4.5%. Zudem waren die jüngsten Arbeitsmarktzahlen schwach und sorgten entsprechend für einen weiteren Rückgang des Lohnwachstums.

China
Wachstumsziel wird verfehlt

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 4.5%	2024: 4.7%
2025: 4.4%	2025: 4.4%

Für das Jahr 2024 hat China ein Wachstumsziel von «rund 5%» angekündigt, das im Vergleich zum Vorjahr unverändert bleibt. Dieses Ziel erscheint uns äusserst ambitioniert, da umfangreiche Stimulierungsmassnahmen erforderlich wären, um ein solches Wachstumsziel zu erreichen. Das Ziel für das Haushaltsdefizit 2024, einschliesslich der Ausgabe sogenannter «spezieller Staatsanleihen», wurde im Vergleich zum Vorjahr jedoch nur geringfügig auf 4.1% des BIP erhöht (gegenüber 3.5% im Vorjahr). Unterstützungsmassnahmen für den Immobiliensektor – die grösste Belastung für Chinas Wirtschaft heutzutage – blieben ebenfalls schwammig: Die Regierung betonte zwar, dass sie den Immobiliensektor mit öffentlichen Projekten für bezahlbaren Wohnraum und Stadtsanierungen unterstützen möchte, was zu einer Erhöhung der Immobilieninvestitionen führen könnte. Allerdings blieb diese Ankündigung vage und konkrete Zahlen fehlen. Wir gehen daher davon aus, dass die Regierung bei diesen Immobilieninvestitionen einen vorsichtigen Ansatz verfolgen wird. Angesichts der moderaten fiskalischen Ankündigungen und der unklaren Massnahmen für den Immobiliensektor sehen wir daher davon ab, unsere aktuelle Wachstumsprognose von 4.5% zu revidieren. Damit würde das angekündigte Wachstumsziel verfehlt – ein in der Vergangenheit seltenes, aber durchaus vorkommendes Ereignis.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.8%	2024: 0.8%
2025: 1.9%	2025: 1.6%

Die Inflationsrate in China stieg im Februar auf 0.7% und übertraf damit unsere Erwartungen. Dieser Anstieg war auf Neujahrsfaktoren zurückzuführen, die zu höheren Preisen für Lebensmittel und Reiseaktivitäten führten. Für den weiteren Verlauf im Jahr 2024 erwarten wir moderate Inflationsraten, bedingt durch Überkapazitäten und eine verhaltene Nachfrage.

Economic Research

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

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

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

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

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

Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?
Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.
Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research

Erstellt und verabschiedet durch die Swiss Life Asset Management AG, Zürich
Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.
Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Perspektiven
Finanzmärkte

SwissLife Asset Managers

April 2024

Zinsen und Anleihen

Der Lockerungszyklus der Zentralbanken beginnt

Übersicht Anleihenrenditen und -Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	März 2024*	Year-to-date*	Aktuell	März 2024*	Year-to-date*
US	4.2%	-6 BP	31 BP	90 BP	-6 BP	-9 BP
Eurozone	2.3%	-12 BP	27 BP	114 BP	-7 BP	-24 BP
UK	3.9%	-19 BP	40 BP	118 BP	-7 BP	-21 BP
CH	0.6%	-13 BP	-3 BP	79 BP	2 BP	-3 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE. * Entwicklung bis 27. März.
Quelle: Bloomberg

USA

- Die Zinskurve (Rendite 10-jähriger minus Rendite 2-jähriger Staatsanleihen) blieb im März mit –35 Basispunkten (BP) invers. Die Kreditspannen verengten sich trotz hohen Neuemissionsvolumen.
- Das Fed liess seine Leitzinsen unverändert und lässt weiterhin drei Zinssenkungen in diesem Jahr durchblicken, trotz Anhebung der eigenen Wachstums- und Inflationsprognose. Die Inflation dürfte über dem 2%-Ziel verharren.

Eurozone

- Die Zinskurve invertierte im März weiter auf -52 BP, womit die Inversion bereits über 500 Tage anhält.
- Die Europäische Zentralbank deutete eine mögliche erste Zinssenkung im Juni an. Der Markt rechnet mit drei weiteren Senkungen bis Jahresende.

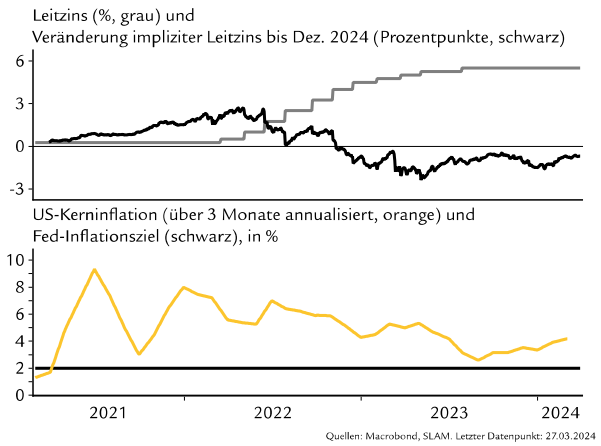
Vereinigtes Königreich

- Angesichts der rückläufigen Inflation und der Rhetorik der Bank of England erwarten die Märkte eine erste Zinssenkung im Juni. Die Unsicherheit bleibt aber gross. Die Inflation liegt immer noch bei 3.4% und Einkaufsmanagerindizes im expansiven Bereich deuten auf eine Verbesserung der Dynamik hin.

Schweiz

- Die Zinskurve blieb mit –20 BP im März invers.
- Die SNB senkte unerwartet die Zinsen in der Annahme, dass der aktuell geringe Inflationsdruck künftig anhält, was zu einer Abschwächung des CHF gegenüber den Hauptwährungen führte.

Märkte erwarten Zinssenkungen trotz steigender Inflation



Zentralbanken in den Industrieländern rechtfertigten den späten Beginn der Zinserhöhungen lange damit, dass der rasche Anstieg der Inflation nur vorübergehend sei. Zwei Jahre später scheinen sie, allen voran das Fed, sehr erpicht darauf, die Zinsen wieder zu senken, obwohl ihr Inflationsziel von 2% noch nicht erreicht ist. Seit letztem Sommer stieg die US-Kerninflation (Dreimonatsveränderung annualisiert) wieder auf 4.2%, ohne jemals das 2%-Ziel erreicht zu haben. Selbst die Fed-Prognosen sehen keinen baldigen Rückgang der Inflation auf 2% angesichts der tiefen Arbeitslosenquote, einem anhaltenden Lohnwachstum um 5% und einem erwarteten Wirtschaftswachstum über Potenzial. Der Markt rechnet im Einklang mit den angedeuteten Absichten des Fed mit drei Zinssenkungen in diesem Jahr. Aktien und spekulative Anlagen wie Kryptowährungen stiegen stark an und der Rückgang der langfristigen Renditen führte zu deutlich günstigeren Finanzbedingungen. Die Bereitschaft der Zentralbanken, die Finanzbedingungen zu lockern, wirkt sich vorerst positiv auf Risikoanlagen aus, wir raten aber aufgrund der aktuell hohen Bewertungen zur Vorsicht. Bei den Staatsanleihen haben wir eine lange Duration, sehen aber angesichts des erhöhten Risikos am langen Ende der Zinskurve das Potenzial in einer Versteilungsposition, sollte hartnäckige Inflation dennoch für Auftrieb bei den langfristigen Zinsen sorgen.

Aktien

Starke Märkte im März

Übersicht Aktienmarktperformance

	März 2024*	Year-to-date*
USA	3.0%	10.2%
Eurozone	4.4%	10.2%
Vereinigtes Königreich	4.3%	3.8%
Schweiz	3.3%	5.4%
Schwellenländer	1.8%	1.7%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 27. März. Quelle: Bloomberg

USA

- Die Aktien der «Magnificent 7» leisteten im März erneut den grössten Beitrag zur positiven Marktperformance (+17.8% seit Jahresbeginn).
- Die expansive Rhetorik des Fed an seiner jüngsten Sitzung erhöhte die Wahrscheinlichkeit für drei oder vier Zinssenkungen dieses Jahr und stützte damit den Markt.
- Die Bewertung des US-Markts liegt nach wie vor weit über dem historischen Durchschnitt und über derjenigen anderer Märkte. Die technischen Indikatoren sind angespannt, aber nicht extrem.

Eurozone

- Das Gewinnwachstum lag dieses Jahr bisher bei null, womit der Marktanstieg seit Januar vollständig den höheren Bewertungen zugeschrieben werden kann.
- Der europäische Markt ist nun in etwa neutral bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt insgesamt schwach, obwohl er im März mehr zulegte als andere Märkte.
- Der britische Markt hat weiterhin die tiefste Bewertung und die höchste Dividendenrendite (3.9%) aller grossen Industrieländer.

Schweiz

- In CHF gemessen entwickelte sich der Schweizer Markt im März deutlich unter der Eurozone und den USA, da der CHF vs. EUR und USD abwertete.
- Er ist nach dem US-Markt der zweitteuerste Markt.

Schwellenländer

- Die relativ schwache Entwicklung der Aktienmärkte in den Schwellenländern ist breit abgestützt.
- Der indische Aktienmarkt legte seit Jahresbeginn in Lokalwährung nur um 4.9% zu und der chinesische Markt ging gemessen in HKD um 1.8% zurück.

Was ist in Japan los?

Der japanische Aktienmarkt erreichte vor einigen Wochen den höchsten Stand seit 34 (!) Jahren. In Lokalwährung schlug er 2023 und seit Jahresbeginn sämtliche Hauptmärkte. Da stellt sich die Frage: Ist das nur ein weiterer kurzfristiger Boom oder gibt es strukturelle Gründe, die die mittel- und langfristige Entwicklung des japanischen Marktes befeuern könnten?

Gesamtrenditen und Profitabilität der Aktienmärkte

	In Lokalwährung			In CHF			Eigenkapitalrendite
	2023	Year-to-date*	10 Jahre	2023	Year-to-date*	10 Jahre	
JP	29%	20%	168%	9%	19%	83%	9%
US	26%	10%	210%	15%	18%	212%	18%
Eurozone	19%	9%	91%	12%	15%	50%	11%
CH	5%	5%	65%	5%	5%	65%	23%

* Entwicklung bis 26. März. Quellen: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Mehrere Faktoren trugen zur starken Entwicklung bei. Erstens brachte ein schwacher Yen den japanischen Exporteuren Vorteile: Ihre Produkte werden aus ausländischer Sicht wettbewerbsfähiger und der Umsatz ist gemessen in Yen höher. Zweitens verschaffen die tiefen und negativen Zinsen Japan einen relativen Vorteil. Anders als andere Zentralbanken erhöhte die Bank of Japan die Zinsen erst an ihrer letzten Sitzung im März. Drittens wurden am Aktienmarkt mehrere Strukturreformen durchgeführt, um die Unternehmensführung zu verbessern und den Fokus stärker auf die Profitabilität zu legen. Etwa die Hälfte der japanischen Aktien wird weiterhin unter dem Buchwert gehandelt. Viertens deuten vereinzelte Berichte darauf hin, dass chinesische Investoren Japan für spekulative Anlagen entdeckt haben. Kurzfristig könnte das Momentum des japanischen Marktes anhalten. Die Bewertungen bleiben fair, der Yen schwach und die positiven Effekte der Strukturreformen könnten die Profitabilität japanischer Firmen stärken. Längerfristig drohen aber Risiken. Der Yen ist unterbewertet und tiefere Zinsen im Ausland in Verbindung mit konstanten oder höheren Zinsen in Japan könnten Aufwärtsdruck ausüben. Die Eigenkapitalrendite, ein Mass für die Profitabilität, ist immer noch geringer als anderswo. Zudem verschärft sich der Wettbewerb aus China und Japans langfristige strukturelle Probleme – ungünstige demografische Entwicklung, unzureichende Zuwanderung und geringes Potenzialwachstum – bestehen weiter. Japan muss mehr tun, um diese Herausforderungen bewältigen.

Währungen

CHF-Abwertung dürfte temporär sein

Übersicht Hauptwährungen

	März 2024*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	0.2%	-1.9%	↘
EUR/CHF	2.4%	5.4%	↘
GBP/USD	0.1%	-0.7%	↘
USD/JPY	0.9%	7.3%	↗

* Entwicklung bis 27. März. Quelle: Bloomberg

USA

- Der März war für den USD ereignislos. Die geldpolitischen Erwartungen blieben stabil und der handelsgewichtete USD schloss den Monat fast auf demselben Niveau ab, wie er ihn begonnen hatte.
- Die Finanzmärkte erwarten nun fest eine erste Zinssenkung im Juni und diese Erwartungen dürften auch im April verankert bleiben. Andere Faktoren wie der US-Zinsvorteil, die Aussicht auf eine zweite Trump-Präsidentschaft oder ein weniger freundliches Risikoumfeld könnten den USD wieder aufwerten lassen.

Eurozone

- Der EUR war im März erneut stark, da die EZB ihre Zinsen unverändert liess.
- Die Märkte dürften das Potenzial für Zinssenkungen 2024 aufgrund der schwachen Wirtschaftsdynamik und der anhaltenden Fortschritte bei der Inflation immer noch etwas unterschätzen. Daher ist unsere Sicht auf EUR vs. USD und CHF negativ.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP liess sich im März von der Aussicht auf frühere Zinssenkungen durch die Bank of England nicht beirren, aber wir erwarten für April eine gewisse Schwäche, insbesondere vs. USD.

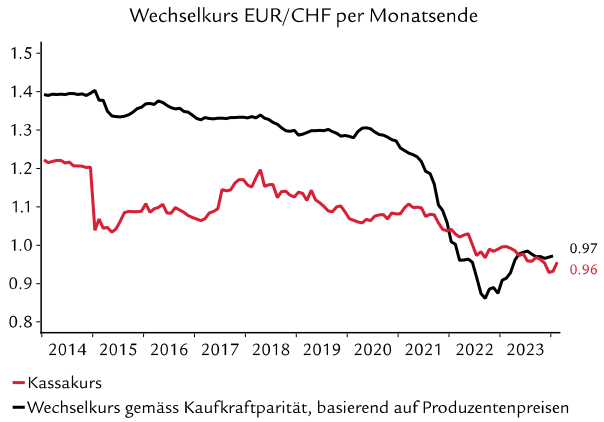
Schweiz

- Der CHF gehörte im März zu den am schlechtesten abschneidenden Währungen. Wir würden diese Schwäche aber nicht extrapolieren (siehe Text rechte Spalte).

Japan

- Trotz der ersten Zinserhöhung durch die Bank of Japan blieb der JPY im März schwach.
- Die Märkte erwarten keinen «richtigen» Zinserhöhungszyklus, sondern lediglich den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik. Der JPY dürfte daher weiter unter seinem grossen Carry-Nachteil leiden.

EUR/CHF gemäss Produzentenpreisen fair bewertet



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: Februar 2024

Wichtigstes Ereignis an den Devisenmärkten im März war die Zinssenkung durch die Schweizerische Nationalbank (SNB). Diese Massnahme überraschte die Finanzmarktteilnehmer und führte zu einer weiteren CHF-Abwertung. Von den Hauptwährungen schnitten nur die türkische Lira (–7.7% seit Jahresbeginn) und der JPY (–5.7%) handelsgewichtet schlechter ab als der CHF (–5.3%). Interessanterweise rechtfertigte die SNB den Schritt nicht nur mit dem geringeren Inflationsdruck. Sie nannte auch explizit «die im letzten Jahr erfolgte reale Aufwertung des Frankens» als Grund. Dieses Argument überrascht etwas, wurde doch die Aufwertung des realen, sprich inflationsbereinigten, CHF-Wechselkurses 2023 durch die Abwertung im Februar und im März 2024 teilweise wettgemacht. Zwar wurden aus dem exportorientierten Sektor bezüglich des Wechselkurses vermehrt Sorgen laut, aber der CHF ist gemäss einigen Modellen immer noch nicht überbewertet. Werden die Produzentenpreise zum Vergleich herangezogen, ist laut Bloomberg der CHF vs. EUR nun fair bewertet (siehe Grafik). Die schrumpfende Inflationsdifferenz und die Aufwertung des CHF im Jahr 2023 führten somit nicht zu einer Überbewertung, sondern machten lediglich eine temporäre Unterbewertung des CHF wett. Dieses Modell signalisiert auch, dass der CHF vs. den USD unterbewertet bleibt. Wir würden die aktuelle Schwäche des CHF auf jeden Fall nicht extrapolieren. Die SNB hat früh gehandelt, dürfte aber insgesamt nicht mehr Zinssenkungen vornehmen als vorher bereits erwartet. Wir erwarten in diesem «Lockerungszyklus» einen finalen Zinssatz von 1.25%, der bis Jahresende erreicht sein dürfte. Zudem dürfte die SNB nach dem jüngsten Ausverkauf wieder eine moderate CHF-Aufwertung tolerieren.

Asset Allocation

Starke Aktienmarktrallye nach schleppendem Start

Rückblick

- Nach einem verhaltenen Start legten die Aktienmärkte in der zweiten Monatshälfte an Momentum zu. Nach der Fed-Sitzung verzeichneten sie erhöhte Volatilität, schlossen den Monat aber im soliden positiven Bereich ab. Die Kreditmärkte hatten ebenfalls einen guten Monat, wenn auch weniger ausgeprägt. Derweil warfen Staatsanleihen nur leicht positive Renditen ab.
- Die relativ expansive Haltung der US-Notenbank, die trotz den anhaltend soliden Wirtschaftsdaten auf eine mögliche Lockerung der Geldpolitik in den kommenden Monaten hindeutete, wirkte sich kaum auf den Markt aus.
- Die Schweizerische Nationalbank (SNB) überraschte die Märkte mit einer frühzeitigen Zinssenkung. Der Zeitpunkt lässt sich wohl auch damit erklären, dass SNB-Sitzungen im Vergleich zu anderen Zentralbanken weniger häufig stattfinden und man durch nicht riskieren wollte, dass anstehende Zinssenkungen in den USA und der Eurozone zu einer starken CHF-Aufwertung führen. Die Senkung stützte den CHF-Anleihenmarkt, der sich gut entwickelte. Der Schweizer Aktienmarkt reagierte verhaltener, obwohl die Rendite im März relativ stark ausfiel. In CHF umgerechnet gehörte der Schweizer Aktienmarkt jedoch Aufgrund der starken CHF-Abwertung zu den schwächeren Märkten.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	Übergewichtung
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	neutral
Globale Aktien	neutral

IG = Investment-Grade. Quelle: Swiss Life Asset Managers

- Die starke Aktienmarktentwicklung, die nach wie vor von einer relativ kleinen Gruppe von Sektoren und Firmen dominiert wird, trieb die Aktienmärkte weiter von den Fundamentalwerten weg und machte sie damit noch teurer. Doch das Momentum bleibt trotz Anzeichen von Schwäche sehr stark.
- Während die Anleihenrenditen leicht sanken, sind die Niveaus weiterhin attraktiv. Die Kreditspannen sind hingegen historisch tief, v. a. in USD.
- Unsere Sicht auf Aktien bleibt (nervös) neutral und wir sind in Firmenanleihen zugunsten von Staatsanleihen untergewichtet.

Warum sind wir in Unternehmensanleihen untergewichtet?

Kurz gesagt, weil wir sie unattraktiv finden. Wir finden aber auch, dass Aktien überteuert sind. Warum also nur Firmenanleihen untergewichten? Hauptgrund dafür ist, dass Anleihen im Gegensatz zu Aktien ein begrenztes Wertsteigerungspotenzial aufweisen. Wenn Anleger jegliche Risiken ausblenden und die Zinsen konstant bleiben, wird die Wertsteigerung von Unternehmensanleihen dadurch begrenzt, wie stark ihr Spread, also die zusätzliche Rendite, die den Anlegern als Entschädigung für das Ausfallrisiko gezahlt wird, sinken kann.

Derzeit sind die Spreads historisch tief, weshalb bei solchen Anleihen nur noch ein geringes Wertsteigerungspotenzial vorhanden ist, auch wenn die Marktstimmung positiv bleibt oder gar noch optimistischer wird. Aktien hingegen können theoretisch unbegrenzt an Wert gewinnen, obwohl ihre Kurse immer mehr von ihrem Fundamentalwert abweichen und anfälliger für Korrekturen werden würden. Die folgende Tabelle zeigt die wahrscheinlichen Reaktionen von Unternehmensanleihen- und Aktienmärkten unter verschiedenen Marktstimmungsszenarien.

Szenarien Marktstimmung	Unternehmens-anleihen	Aktienmärkte
Stark positiv	Geringes Aufwärts-potenzial	Signifikantes positives Potenzial
Neutral	Stabiler Ertrag (Rendite)	Geringer positiver Ertrag, Volatilität
Stark negativ	Signifikantes negatives Potenzial	Starkes negatives Potenzial

Quelle: Swiss Life Asset Managers

Sollten unsere Annahmen falsch sein und die Finanzmärkte mit ihrem Optimismus richtigliegen, kostet die Untergewichtung von Aktien deutlich mehr Rendite als die Untergewichtung von Unternehmensanleihen. Sollten unsere Prognosen stimmen und der Markt letztendlich korrigieren, bietet eine Untergewichtung in Unternehmensanleihen einen geringeren Portfolioschutz als eine Untergewichtung in Aktien. Aber in einem solchen Szenario könnten wir die Aktiengewichtung immer noch reduzieren, wenn auch mit Verzögerung.

Die Risiken sind daher asymmetrisch und sprechen trotz des ungünstigen fundamentalen Umfelds eher für Aktien. Aber machen wir uns nichts vor: Wenn die Finanzmärkte stark korrigieren, schützt die aktuelle Strategie zunächst nur begrenzt vor Verlusten.

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

José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@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.

Perspektiven
Emerging Markets

SwissLife Asset Managers

Zweites Quartal 2024

Kernaussagen

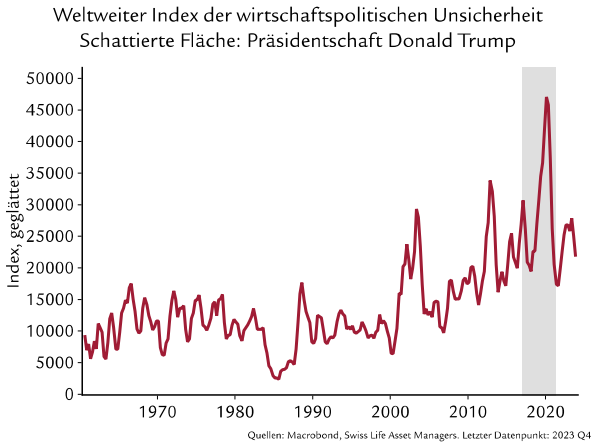
- Emerging Markets starten 2024 stark, unterstützt von einer sinkenden Inflation und tieferen Zinsen
- Chinas Konjunkturmassnahmen sind unzureichend im Hinblick auf das ehrgeizige Wachstumsziel
- Wirtschaftspolitische Unsicherheit stiege unter Präsident Trump und träfe Schwellenländer besonders

Die Zahl im Fokus

60

Im Jahr 2024 werden in mehr als 60 Ländern Wahlen abgehalten. In Russland hat sich Präsident Putin bereits eine weitere sechsjährige Amtszeit gesichert – ein wenig überraschendes Ergebnis, da keine nennenswerten Gegenkandidaten zugelassen wurden. Eine der wichtigsten noch anstehenden Wahlen in den Schwellenländern sind die Parlamentswahlen in Indien, wo Umfragen einen Sieg des amtierenden Premierministers Narendra Modi voraussagen, während auch in Südkorea und Südafrika im zweiten Quartal dieses Jahres Wahlen anstehen.

Die Grafik im Fokus



Die Möglichkeit, dass Donald Trump bei den US-Präsidentschaftswahlen am 5. November an die Macht zurückkehrt, wirft Fragen zu den globalen wirtschaftlichen Auswirkungen auf. Während seiner ersten Amtszeit war Trumps Aussenpolitik konfrontativ und unberechenbar, was zu erheblichen wirtschaftspolitischen Unsicherheiten führte. Für die Schwellenländer sind die grössten Bedenken erneute Handelsspannungen mit China, die Auswirkungen im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg, Trumps Einfluss auf den laufenden Krieg in Gaza sowie sein bereits angekündigtes hartes Durchgreifen gegen die Einwanderung.

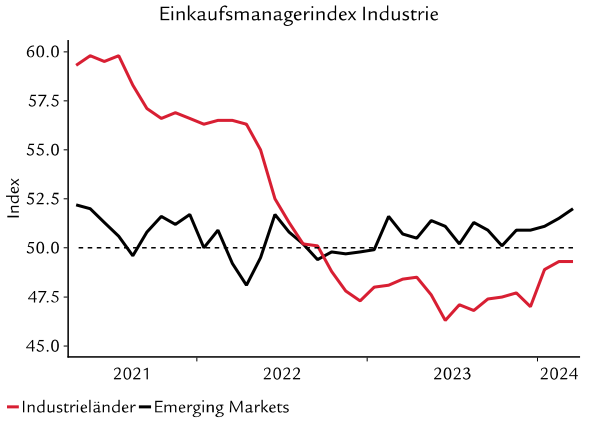
Emerging Markets starten stark ins Jahr 2024

Die Schwellenländer haben das Jahr 2024 mit einer robusten Wirtschaftsdynamik begonnen. Die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie haben sowohl im Januar als auch im Februar positiv überrascht, und der Gesamtindex für die Schwellenländer liegt deutlich über der 50-Punkte-Marke, die Expansion und Kontraktion voneinander trennt (siehe Grafik 1). Es gibt verschiedene Gründe, dass die Wirtschaftstätigkeit in Schwellenländern anzieht: Erstens haben die Privathaushalte in Schwellenländern einen beträchtlichen Überschuss an Ersparnissen angesammelt, den sie weiterhin ausgeben. Zweitens wirkt sich die tiefere Inflation positiv auf die Stimmung und das verfügbare Einkommen aus. Und drittens haben Zentralbanken in Lateinamerika und Osteuropa bereits begonnen, die Leitzinsen zu senken, was die Investitionen belebt. Dies bedeutet, dass die noch zu veröffentlichenden BIP-Wachstumszahlen für das erste Quartal 2024 nach oben überraschen könnten. Trotz der robusten Wirtschaftstätigkeit ist der Disinflationsprozess im Gange. Während die Gesamtinflation in einigen asiatischen Volkswirtschaften in jüngster Zeit aufgrund höherer Lebensmittelpreise wieder leicht angestiegen ist, bleibt die Kernkomponente, welche die volatilen Lebensmittel- und Energieposten ausschliesst, auf einem Abwärtstrend. Dies gibt den Zentralbanken Spielraum für eine weitere Senkung der Zinsen. Vor allem in Lateinamerika schreitet der Zinssenkungszyklus rasch voran: Brasilien, Mexiko, Chile, Kolumbien und Peru haben in diesem Jahr die Zinsen gesenkt. Die meisten asiatischen Länder sind aufgrund möglicher Währungsabwertungsrisiken zurückhaltend, wenn sie vor der US-Notenbank (Fed) handeln. Sobald die Fed jedoch ihre Geldpolitik lockert, werden die asiatischen Volkswirtschaften nachziehen.

China verfehlt voraussichtlich das Wachstumsziel von «rund 5%»

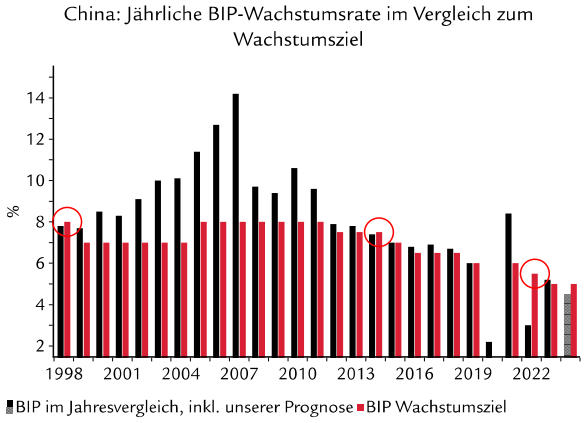
Für das Jahr 2024 hat China ein Wachstumsziel von «rund 5 %» angekündigt, das im Vergleich zum Vorjahr unverändert bleibt. Dieses Ziel erscheint uns äusserst ambitioniert, da es in diesem Jahr schwieriger sein wird, ein Wachstum von 5% zu erreichen. Der Grund dafür liegt darin, dass die Ausgangsbasis höher ist. Im Jahr 2023 war ein Wachstum von rund 5% vergleichsweise einfach zu realisieren, da es von einer sehr niedrigen Basis im Jahr 2022 ausging, als die Covid-Restriktionen die Wirtschaft stark beeinträchtigten. Wir sind insbesondere skeptisch, da umfangreiche Stimulierungsmassnahmen erforderlich sind, um ein solches Wachstumsziel zu erreichen. Es gibt zwei mögliche Wege, um diese Unterstützung zu gewährleisten: Zum einen fiskalpolitische Massnahmen: Jedoch wurde das Ziel für das Haushaltsdefizit, einschliesslich der Ausgabe sogenannter «spezieller Staatsanleihen», im Vergleich zum Vorjahr nur geringfügig von 3.5% auf 4.1% des BIP erhöht. Zum anderen eine substanzielle Unterstützung des Immobiliensektors, der heutzutage die grösste Herausforderung für die chinesische Wirtschaft darstellt. Der Fokus der Regierung liegt in diesem Jahr zwar nicht mehr auf der Verhinderung einer unkontrollierten Immobilienexpansion, sondern auf der Verlangsamung des Immobilieneinbruchs. Daher wurden Stützungsmassnahen gesprochen mit der Förderung von öffentlichen Projekten für bezahlbaren Wohnraum und Stadtsanierungen, was zu einer Erhöhung der Immobilieninvestitionen führen könnte. Allerdings blieb diese Ankündigung vage und konkrete

Grafik 1: Der Einkaufsmanagerindex für die Schwellenländer zieht weiter deutlich an



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 03.2024

Grafik 2: China hat sein Wachstumsziel in der Vergangenheit nicht immer erreicht



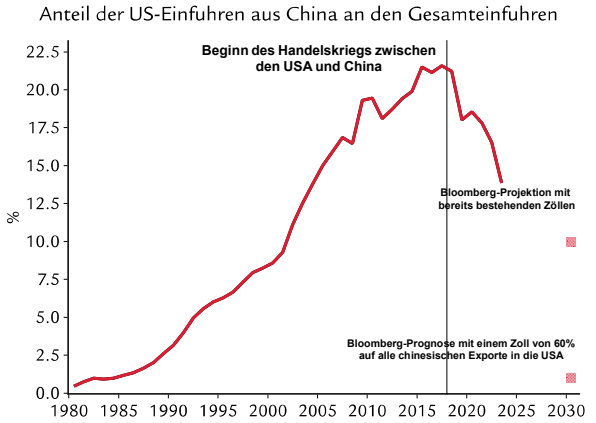
Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Last data point: 2023

Zahlen fehlen. Wir gehen daher davon aus, dass die Regierung bei diesen Immobilieninvestitionen einen vorsichtigen Ansatz verfolgen wird. Angesichts der moderaten fiskalischen Ankündigungen und der unklaren Massnahmen für den Immobiliensektor sehen wir daher davon ab, unsere aktuelle Wachstumsprognose von 4.5% zu revidieren. Angesichts der verhaltenen Wachstumsdynamik in China sind die Preissetzungsmöglichkeiten der Unternehmen begrenzt. Zudem zeichnen sich in verschiedenen Sektoren Überkapazitäten ab, da die Nachfrage nicht mit dem reichlichen Angebot an Waren Schritt halten kann. Infolgedessen verharren die Produzentenpreise und die Exportpreise im deflationären Bereich. China wird daher weiterhin zum allgemeinen Disinflationstrend bei den weltweiten Warenpreisen beitragen, was sich positiv auf unsere Inflationsaussichten der grossen Volkswirtschaften auswirkt. Gleichzeitig könnten sich Diskussionen über Handelspraktiken erhitzen, da der verschärfte Preiswettbewerb seitens Chinas den westlichen Wettbewerbern missfallen wird.

Trump 2 und die Folgen für China

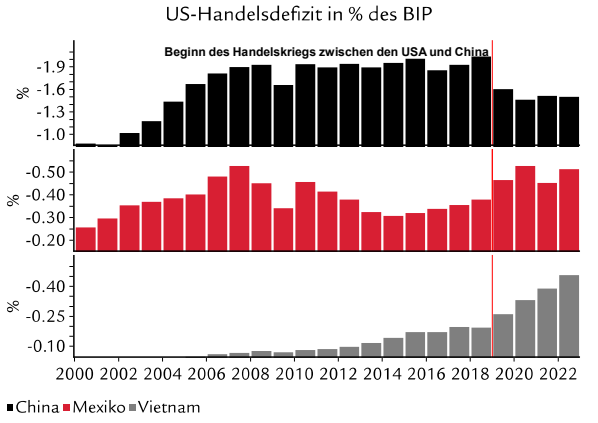
Im Falle einer Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten im November würde die politische Unsicherheit aufgrund seiner unberechenbaren und konfrontativen Aussenpolitik erheblich zunehmen. Besonders bedenklich wäre seine Haltung gegenüber China und die daraus resultierenden Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft sowie die Weltwirtschaft im Allgemeinen. Im Vergleich zur Regierung Biden gibt es drei wesentliche Unterschiede: Erstens würde Trump weiterhin Handelszölle als sein bevorzugtes Instrument einsetzen. Bereits jetzt hat er mit der Androhung von Zöllen im Umfang von 60% auf alle chinesischen Waren für Aufsehen gesorgt. Zweitens würden breitere Exportbeschränkungen erlassen, da eine Vielzahl von Waren als Bedrohung für die nationale Sicherheit betrachtet würden. Und drittens würde Donald Trump wie in seiner ersten Amtszeit wahrscheinlich einen unilateralen und konfrontativeren Ansatz verfolgen, der die langjährigen Partnerschaften der USA belasten könnte. Biden hingegen setzt auf Zusammenarbeit mit Verbündeten und strebt «Anti-China-Koalitionen» an. Unabhängig vom Wahlausgang kann China entsprechend mit negativen Auswirkungen rechnen. Insbesondere die Androhung von Zöllen wird voraussichtlich zu einer erheblichen Marktvolatilität führen. Die vorgeschlagenen Zölle in Höhe von 60% auf alle chinesischen Waren könnten dazu führen, dass US-Importe aus China fast vollständig verschwinden. Branchen wie die Textil- und die Elektronikindustrie mit ihren geringen Gewinnspannen könnten eine solch drastische Zollerhöhung nicht stemmen. Obwohl wir eine Eskalation in diesem Ausmass für unwahrscheinlich halten, wird die Trump-Administration das Instrument der Zölle weiterhin einsetzen, und zwar nicht nur gegen China, sondern auch gegen andere Länder. Das US-Handelsdefizit mit China ist zwar seit dem Beginn des Handelskriegs im Jahr 2018 zurückgegangen, gleichzeitig haben die Defizite mit anderen Ländern – wie Mexiko und Vietnam – neue Höchststände erreicht. Diese Verschiebung spiegelt sowohl den Ersatz chinesischer Waren durch solche aus anderen Ländern als auch die Bemühungen chinesischer Unternehmen wider, Zölle über Zwischenländer zu umgehen. Letztlich wird der Welthandel immer komplexer, und die USA bleiben trotz Handelsbarrieren mit China verflochten.

Grafik 3: US-Importe aus China würden fast komplett schwinden im Falle einer 60% Zollerhebung



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Letzer Datenpunkt: 2023

Grafik 4: Während das US-Handelsdefizit mit China sinkt, steigt dasjenige mit Mexiko und Vietnam



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 2023

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

Consensus Economics
Forecast Accuracy Award Winner
Switzerland 2022

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.