

April 2022

Kernaussagen

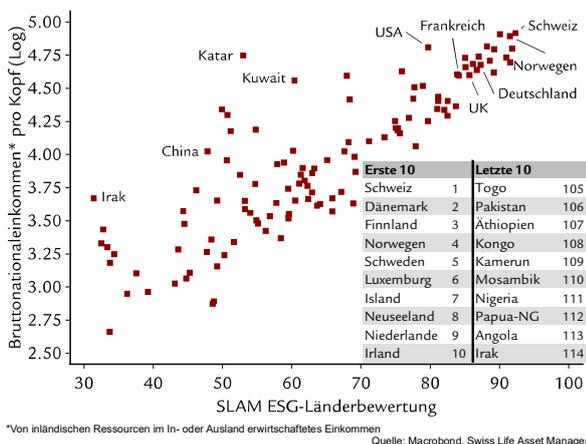
- Der Krieg in der Ukraine und die Sanktionen treffen die Eurozone wirtschaftlich deutlich härter als die USA
- Wir rechnen mit einem schlechteren Wachstums-Inflations-Mix im Jahr 2022, mit Stagflation als Risikoszenario
- Lieferengpässe verschärfen sich teilweise wieder, Lockdowns in China sind dabei ein zusätzliches Risiko

Prognosevergleich

| | 2022 BIP-Wachstum | | 2023 BIP-Wachstum | | 2022 Inflation | | 2023 Inflation | |
|-----------------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus |
| USA | 3.3% ↓ | 3.3% ↓ | 2.3% | 2.4% ↓ | 6.8% ↑ | 6.6% ↑ | 2.9% ↑ | 3.0% ↑ |
| Eurozone | 3.3% ↓ | 3.2% ↓ | 2.0% ↑ | 2.3% ↓ | 5.6% ↑ | 5.7% ↑ | 2.2% ↑ | 2.1% ↑ |
| Deutschland | 2.6% ↓ | 2.4% ↓ | 2.2% ↑ | 2.6% ↓ | 4.9% ↑ | 5.2% ↑ | 2.4% ↑ | 2.4% ↑ |
| Frankreich | 3.2% ↓ | 3.3% ↓ | 1.5% | 1.7% ↓ | 3.7% ↑ | 3.9% ↑ | 2.1% ↑ | 1.9% ↑ |
| Grossbritannien | 3.9% ↓ | 3.9% ↓ | 1.8% ↓ | 1.6% ↓ | 6.7% ↑ | 6.7% ↑ | 3.3% ↑ | 3.6% ↑ |
| Schweiz | 2.5% ↓ | 2.7% ↓ | 1.4% | 1.7% ↓ | 1.8% ↑ | 1.8% ↑ | 0.7% ↑ | 0.7% ↑ |
| Japan | 2.1% ↓ | 2.3% ↓ | 1.6% | 1.8% | 1.2% ↑ | 1.4% ↑ | 0.5% ↑ | 0.9% ↑ |
| China | 5.0% | 5.0% | 5.1% | 5.2% | 2.3% ↑ | 2.2% | 2.0% ↓ | 2.3% |

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 14. März 2022

Grafik des Monats



Die jüngste Aktualisierung unserer hausinternen ESG-Bewertung (Umwelt, Soziales und Governance) für 114 Länder zeigt die Schweiz auf Rang eins, gefolgt von Dänemark. Schlusslichter sind der Irak und Angola. Der ESG-Wert korreliert stark mit herkömmlichen wirtschaftlichen Massen wie dem Bruttonationaleinkommen (BNE)* pro Kopf. Dabei sticht jedoch heraus, dass vor allem bekannte Ölstaaten, aber auch China, die Türkei und die USA in Relation zu ihrem BNE einen relativ tiefen ESG-Wert aufweisen. Im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern schneiden die USA insbesondere im Bereich Soziales schlecht ab, etwa bezüglich Diskriminierung von Minderheiten sowie Zugang zu Bildung und Gesundheit.

USA Sanktionen treffen USA kaum

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 3.3% | 2022: 3.3% |
| 2023: 2.3% | 2023: 2.4% |

Der Krieg in der Ukraine verschärft den wirtschaftlichen Graben zwischen den USA und Europa. Die Sanktionen treffen die USA kaum: Exporte nach Russland sind unbedeutend und die USA sind nicht von russischer Energie abhängig. Die USA können die Inlandsnachfrage beinahe durch einheimische Ölproduktion decken und sind Nettoexporteur von Flüssiggas. Insofern sind die höheren Energiepreise kein externer Schock für die US-Wirtschaft: Der Energiesektor verzeichnet durch die hohen Preise enorme Mittelzuflüsse, wobei bisher die Gewinnausschüttung gegenüber Investitionen priorisiert wurde. Dennoch dürften die Investitionen im Sektor allmählich anziehen, der Output der vorgelagerten Industrien (Bsp. Bohraktivitäten) befinden sich im Aufwärtstrend. Die breite Industrie hat gemäss den März-Einkaufsmanagerindizes ebenfalls angezogen; im Gegensatz zu Europa haben Neuaufträge und Output an Fahrt aufgenommen und hat sich die Situation bei den Lieferketten marginal entspannt. Leidtragende der anhaltend hohen Inflation bleiben die privaten Haushalte. Auf realer Basis stagnieren die Detailhandelsumsätze, und weiter gestiegene Hypothekarzinsen dürften den Häusermarkt 2022 bremsen. Insgesamt haben wir die Wachstumsprognose 2022 leicht gesenkt, von 3.5% auf 3.3%.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 6.8% | 2022: 6.6% |
| 2023: 2.9% | 2023: 3.0% |

Die US-Inflation stieg im Februar auf 7.9% und wir rechnen damit, dass die Inflation im März einen zyklischen Höhepunkt von 8.7% erreicht. Die weitere Entwicklung der Gesamtinflation hängt stark von der Entwicklung der Energiepreise ab. Falls der Krieg nicht auf andere Länder übergreift und kein Öl- und Gasembargo gegenüber Russland kommt, dürften sich die Energiepreise stabilisieren und die Inflationsraten aufgrund des Basiseffekts allmählich zurückgehen. Die Kerninflation wird aber hoch genug bleiben (immer noch rund 4–5% im zweiten Semester 2022), um die US-Notenbank auf Straffungskurs zu halten.

Eurozone Stagflation als Risikoszenario

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 3.3% | 2022: 3.2% |
| 2023: 2.0% | 2023: 2.3% |

Zur Abschätzung der wirtschaftlichen Folgen des Kriegs in der Ukraine arbeiten wir neben einem «Worst Case»-Szenario mit drei alternativen Szenarien unter der Annahme, dass der Krieg auf das Gebiet der Ukraine beschränkt bleibt. Die entscheidende Frage für Europa bleibt dabei für die kommenden neun bis zwölf Monate, ob die Gaslieferungen aus Russland aufrechterhalten bleiben oder ob sie von einer der beiden Vertragsparteien gestoppt werden. In der kurzen Frist stellt der Unterbruch der Versorgung mit diesem Rohstoff ein erhebliches Konjunkturrisiko dar. Möglicherweise wäre eine Rationierung bei der Gasversorgung auf den kommenden Winter hin eine der notwendigen Konsequenzen. Weil die Löhne mit der Preisentwicklung nicht schritthalten, ist in diesem Szenario mit einem Nachfragerückgang seitens der Verbraucher zu rechnen. Anders als in den USA hätte also eine mögliche Stagflation in den Ländern der Eurozone ihren Ursprung nicht in einer übermässigen Straffung der Geldpolitik. Wir veranschlagen die Wahrscheinlichkeit des Szenarios «vollständiger Lieferstopp» aktuell auf rund 25%. Mit zunehmender Verringerung der Abhängigkeit von russischen Gaslieferungen wird dieses wirtschaftliche Risiko weiter abnehmen.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 5.6% | 2022: 5.7% |
| 2023: 2.2% | 2023: 2.1% |

Anders als zu Beginn der Pandemie steht die Europäische Zentralbank (EZB) unter Druck, der weiter zunehmenden Inflationsgefahr zu begegnen. Ein Blick auf den Markt für inflationsgeschützte Anleihen zeigt, dass sich die langfristigen Inflationserwartungen mindestens kurzfristig aus ihrer Verankerung gelöst haben: Lag die sogenannte «Breakeven-Inflationsrate» im Durchschnitt für die nächsten zehn Jahre vor Kriegsausbruch noch unterhalb des EZB-Zielwerts von «nahe bei, aber unter 2%», stieg sie inzwischen für Deutschland und Frankreich auf 2.7%.

Deutschland Wieder im Stimmungstief

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 2.6% | 2022: 2.4% |
| 2023: 2.2% | 2023: 2.6% |

Kaum zeichneten sich Lockerungen der Coronamassnahmen und eine Entspannung der Lieferengpässe ab, zogen neue Wolken am deutschen Konjunkturhimmel auf. So lässt sich am Stromverbrauch ablesen, dass sich die Industrieproduktion im März verlangsamt hat. Unter Ökonomen herrscht Einigkeit darüber, dass Deutschlands Wirtschaft unter den hier diskutierten Ländern am stärksten vom Krieg in der Ukraine betroffen ist. Entsprechend markant fallen auch die Abwärtsrevisionen der Prognosen zum BIP-Wachstum gegenüber dem Vormonat aus: Die Konsensusprognose für 2022 liegt heute noch bei 2.4% realem BIP-Wachstum gegenüber einer Erwartung von 3.5% im Vormonat. Der um sich greifende Pessimismus ist auch erkennbar in Unternehmerumfragen oder der Verbraucherstimmung. Letztere fiel gemäss GfK auf den niedrigsten Wert seit Februar 2021. Es ist aber wichtig, Stimmungs- von tatsächlichen Aktivitätsindikatoren zu unterscheiden: Deutlich zeigt sich dies an den jüngsten Zahlen für den ifo-Geschäftsklimaindex. Hier bewegten sich die Angaben zur aktuellen Geschäftslage (Aktivität) seitwärts, wogegen die Antworten zur künftigen Geschäftsentwicklung (Stimmung) eingebrochen sind.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 4.9% | 2022: 5.2% |
| 2023: 2.4% | 2023: 2.4% |

Dies gab es noch nie: Innerhalb von nur einem Monat wurde die Konsensusprognose zur mittleren Inflationsrate für das laufende Jahr um ganze 1.8 Prozentpunkte auf nun 5.2% angehoben. Wir gingen mit unseren Korrekturen nicht ganz so weit. Es ist allerdings festzuhalten, dass in unserem Basisszenario die Inflationsrate über den Grossteil der kommenden Quartale oberhalb der für die EZB kritischen Schwelle von 2% verharrt. Mehr und mehr zeichnet sich ab, dass die nachhaltig veränderten langfristigen Inflationsraten in die bevorstehenden Lohnverhandlungen einfließen werden.

Frankreich Ein veränderter Arbeitsmarkt

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 3.2% | 2022: 3.3% |
| 2023: 1.5% | 2023: 1.7% |

Der Krieg in der Ukraine überschattet die letzten Tage vor der ersten Runde zur Präsidentschaftswahl in Frankreich. Die aussenpolitische Entwicklung dürfte die Wahlchancen des Amtsinhabers erhöhen. Präsident Macron darf aber für sich beanspruchen, dass er insbesondere in Bezug auf die Reformen des Arbeitsmarkts seine Versprechen einlösen konnte. Resultat dieser Massnahmen sind eine um zwei Prozentpunkte tiefere Arbeitslosenquote als bei Amtsantritt. Insbesondere die Jugendarbeitslosigkeit ist deutlich gefallen. Unter Macron ist die Zahl der Jugendlichen mit einer Lehrstelle um mehr als 50% gestiegen. Die Wahrscheinlichkeit einer Weiterbeschäftigung nach Lehrabschluss ist hoch. Auch in der aktuell unsicheren geopolitischen Situation zeigt sich Frankreichs Wirtschaft in robuster Verfassung. Indikatoren zur Unternehmerstimmung sind bisher weniger stark eingebrochen als vergleichbare Indikatoren aus Deutschland. Insbesondere im Dienstleistungsbereich ist bisher kein Nachfragerückgang zu verzeichnen. Hochfrequente Indikatoren wie die Daten von Google zur Verweildauer im Einzelhandel und anderen Freizeitaktivitäten legten in der zweiten Märzhälfte wieder zu.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 3.7% | 2022: 3.9% |
| 2023: 2.1% | 2023: 1.9% |

In Frankreich wurde die Inflation erst mit Verzögerung zu einem grossen Thema in der öffentlichen Diskussion. Nun zeigt aber eine Haushaltsbefragung des statistischen Amtes INSEE dass die Zahl der Personen, die für die nächsten zwölf Monate eine steigende Inflation erwarten, so hoch ist wie nie seit Beginn der Befragungen im Jahr 1971. So wird die schwindende Kaufkraft wohl doch noch ein Wahlkampfthema. Die Regierung reagiert mit einer Deckelung der Benzinpreise, was erklärt, weshalb die Inflationsprognose zum laufenden Jahr für Frankreich weniger stark angehoben wird als für andere Länder Europas.

Grossbritannien Optimistische Dienstleister

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 3.9% | 2022: 3.9% |
| 2023: 1.8% | 2023: 1.6% |

Oft gehörte Schlagworte wie «Londongrad» suggerieren, dass Grossbritannien durch die Sanktionen gegen Russland wirtschaftlich stark getroffen werden könnte. Dies halten wir für unwahrscheinlich. Realwirtschaftlich ist die Situation nicht unähnlich zu den USA: hoher Selbstversorgungsgrad bei Öl und Gas und kaum Exportabhängigkeit gegenüber Russland. Die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie sind zwar – anders als in den USA – im März deutlich zurückgegangen, aber die Firmen beurteilen dies eher als temporäre Schwäche. Im Gegensatz zum Kontinent schätzt die britische Industrie den mittelfristigen Ausblick unverändert optimistisch ein. Und viel wichtiger: Der Einkaufsmanagerindex für Dienstleister, das Schwergewicht der britischen Wirtschaft, ist im März weiter angestiegen (auf 61.0 Punkte) und übertrifft damit selbst die Werte in den USA. Wie in den USA werden die Inflation und höhere Zinsen den Privatkonsum wohl etwas bremsen; die Zentralbank dürfte trotz jüngst etwas vorsichtigeren Worten weiterhin auf Straffungskurs bleiben. Positiv ist aber, dass sowohl Löhne als auch die Lohnsumme (via steigende Beschäftigung) zunehmen und damit den negativen Effekt höherer Konsumentenpreise teilweise abfedern. Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für 2022 leicht reduziert, von 4.2% auf immer noch robuste 3.9%.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 6.7% | 2022: 6.7% |
| 2023: 3.3% | 2023: 3.6% |

Die Inflation geht in Grossbritannien in die Breite. Die Gesamtinflation stieg im Februar um 0.7 Prozentpunkte auf 6.2%. Höhere Energiepreise spielten dabei eine Rolle, überraschend war aber, dass die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ignoriert, noch stärker angestiegen ist (+0.8 Prozentpunkte auf 5.2%). Dies widerspiegelt die positive Dynamik im Dienstleistungssektor und vor allem ein starkes Lohnwachstum, das auf 4.8% gestiegen ist. Damit ist die Reallohnneinbuße derzeit in Grossbritannien weniger drastisch als beispielsweise in den USA oder Deutschland.

Schweiz Verlangsamte Industriedynamik

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 2.5% | 2022: 2.7% |
| 2023: 1.4% | 2023: 1.7% |

Anders als für andere Regionen liegen für die Schweiz zu Redaktionsschluss noch keine Stimmungsindikatoren vor, die Rückschlüsse auf das künftige Verhalten von Unternehmen oder Konsumenten angesichts des Krieges in der Ukraine erlauben würden. Verfügbare Indikatoren aus der Realwirtschaft besagen, dass das inländische Konsumverhalten bisher nicht beeinträchtigt ist, ebenso ist beispielsweise die internationale Reisetätigkeit gemessen an den Flugbewegungen ab Zürich stabil. Der Indikator zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WWA) des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) weist auf eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik hin. Diese geht gemäss SECO hauptsächlich auf die Pharmaindustrie zurück, die stark von den steigenden Energiekosten und erneuten Lieferengpässen betroffen ist. Es ist allerdings in Erinnerung zu rufen, dass die Exporterfolge der Pharmaindustrie ein Hauptgrund für die rekordhohen Güterausfuhren im Februar waren. Weil die Schweiz Sanktionen gegenüber Russland ergriffen hat, bleibt abzuwarten, wie sich diese auf den Geschäftsgang in den besonders exponierten Sektoren auswirken. Insbesondere der Transithandel mit Rohstoffen trug in den vergangenen Jahren relativ zur Beschäftigtenzahl überproportional zum Schweizer Bruttoinlandsprodukt bei.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 1.8% | 2022: 1.8% |
| 2023: 0.7% | 2023: 0.7% |

Mit 2.2% Jahresteuern übertraf die Inflationsrate im Februar 2022 erstmals seit 2008 wieder den oberen Rand des von der Schweizerischen Nationalbank angestrebten Zielbands von 0% bis 2%. Nach unseren Berechnungen ist die Inflationsrate auch im März auf 2.5% angestiegen, was jedoch den Höhepunkt im laufenden Zyklus markieren sollte. Nur im Falle nochmals steigender Rohstoffpreise im Zuge eines Embargos russischer Gaslieferungen würden wir vorübergehend mit noch höheren Inflationsraten in der Region von 3% bis 5% rechnen.

Japan

Ein «Terms of Trade»-Schock

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 2.1% | 2022: 2.3% |
| 2023: 1.6% | 2023: 1.8% |

Die erhöhte geopolitische Unsicherheit trifft Japan, auch wenn das Land weit vom Kriegsschauplatz in der Ukraine entfernt ist. Erstens verfügt Japan seit Ende des Zweiten Weltkriegs über kein Friedensabkommen mit Russland und streitet um vier Inseln der Kurilen, wo Russland jüngst grössere Militärübungen gestartet hat. Zweitens testete Nordkorea neulich eine neue Interkontinentalrakete, die nur 150 Kilometer vor der Küste in Japans ausschliesslicher Wirtschaftszone einschlug. Wirtschaftlich ist Japan hauptsächlich über höhere Energiepreise von der Krise betroffen; Exporte nach Russland machen nur 0.1% des japanischen BIP aus. Japan ist bei fossiler Energie komplett vom Ausland abhängig und ist der grösste Flüssiggasimporteur der Welt. Zwar will Japan keine neuen Energiedeals mit Russland eingehen, aber an bestehenden Projekten in Russland wird vorerst festgehalten, auch aus Angst, dass bei diesen Projekten China in die Bresche springt. Die Importpreise sind gegenüber dem Vorjahr um 34% gestiegen, während die Exportpreise lediglich um 12% zugelegt haben. Dieser Einbruch der sogenannten Terms of Trade (Austauschverhältnis Export-/Importpreise) führt zu Kaufkraftverlusten der Haushalte und einer Margenkompression bei Firmen. Wir haben folglich unsere bereits vorsichtige Wachstumsprognose für 2022 weiter gesenkt, von 2.2% auf 2.1%. Damit dürfte Japan unter den grossen Industrieländern 2022 das schwächste Wachstum hinlegen.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 1.2% | 2022: 1.4% |
| 2023: 0.5% | 2023: 0.9% |

Die Inflation stieg im Februar von 0.5% auf 0.9% und dürfte im April gar die 2%-Marke überschreiten, was zuletzt 2014 im Zuge von Yen-Abwertung und Konsumsteuererhöhung gelungen ist. Der jüngst schwächere Yen hilft derzeit auch, wichtigste Inflationstreiber bleiben aber Energie und Nahrungsmittel. Die japanische Variante der Kerninflation, die verderbliche Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, verharrte im Februar noch immer im negativen Bereich (-1.1%).

China

Diplomatischer Balanceakt

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 5.0% | 2022: 5.0% |
| 2023: 5.1% | 2023: 5.2% |

Inmitten des Krieges in der Ukraine versucht China einen diplomatischen Balanceakt zu vollziehen. Das heisst, es verfolgt weiterhin eine politische Orientierung an Russland, während es gleichzeitig starke Handelsbeziehungen mit dem Westen pflegen will. Russland ist für China ein bedeutender Rohstofflieferant. Chinas Nachfrage nach Erdgas wird im Verlaufe der Jahre noch deutlich zunehmen, weil das Land das langfristige Ziel verfolgt, seinen CO₂-Fussabdruck zu reduzieren. Gleichzeitig sind solide Wirtschaftsbeziehungen zum Westen von entscheidender Bedeutung, da seine Handelsbeziehungen zu den USA und zu Europa viel wichtiger sind als diejenigen zu Russland. Daher hält sich China bisher strikt an den Sanktionsrahmen des Westens. Nebst der unsicheren geopolitischen Situation stellt die Pandemie ein weiteres Risiko für Chinas Wirtschaft dar. Die Zahl der Covid-Fälle nimmt stark zu, und in wirtschaftlich wichtigen Städten wie Shenzhen oder Shanghai werden Lockdown-Massnahmen ergriffen. Solange die Eindämmungsmassnahmen zeitlich begrenzt bleiben, dürften die ökonomischen Auswirkungen und Störungen globaler Lieferketten überschaubar bleiben. Es besteht jedoch die Gefahr, dass die Ausbreitung der Covid-Fälle ausser Kontrolle gerät und möglicherweise einschneidendere Massnahmen ergriffen werden. Trotz verstärkter geld- und fiskalpolitischer Anreize halten wir daher an unserer Wachstumsprognose von 5% für 2022 fest.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2022: 2.3% | 2022: 2.2% |
| 2023: 2.0% | 2023: 2.3% |

Der Ukrainekrieg und die dadurch gestiegenen Rohstoffpreise werden sich nur begrenzt in Chinas Konsumentenpreisen niederschlagen. Bezüglich Nahrungsmitteln ist China grösstenteils selbstversorgend. Energiepreise werden zu höheren Produzentenpreisen führen. Die Unternehmen tragen dabei aber die grösste Last und geben die gestiegenen Kosten nicht in grossem Umfang an die Konsumenten weiter.

Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



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



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife-am.com
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife-am.com

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2020

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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management 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.

Zweites Quartal 2022

Kernaussagen

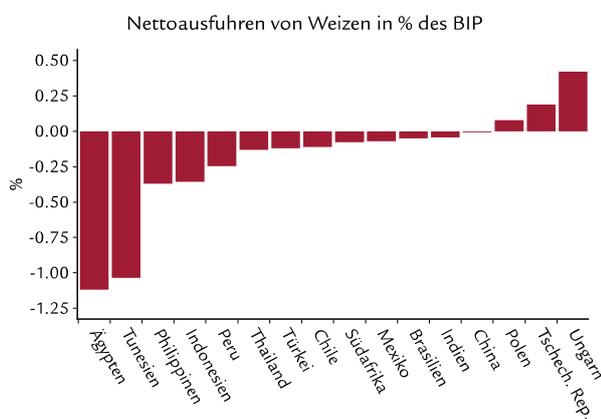
- Russland fällt in eine tiefe Rezession aufgrund politischer und wirtschaftlicher Isolation
- Der Ukrainekrieg trifft die Schwellenländer über drei Kanäle: schwächerer Handel mit Russland, höhere Energiepreise und höhere Nahrungsmittelpreise
- China: nebst der unsicheren geopolitischen Lage ist die Pandemie ein weiteres Risiko für die Wirtschaft

Die Zahl

9%

Nachdem der Westen eine Reihe von Sanktionen verhängt hat, um Moskau für seinen Einmarsch in die Ukraine zu bestrafen und zu isolieren, hatte der Rubel deutlich an Wert verloren. Dies schlägt sich bereits in einer erheblich höheren Inflation nieder, welche die Kaufkraft der russischen Bevölkerung deutlich verringert. Die Inflation in Russland ist im bisherigen Jahresverlauf auf fast 9% angestiegen. Die mittlere Schätzung der Analysten in einer Bloomberg-Umfrage für die jährliche Inflation liegt derzeit bei erstaunlichen 17.6%.

Die Grafik

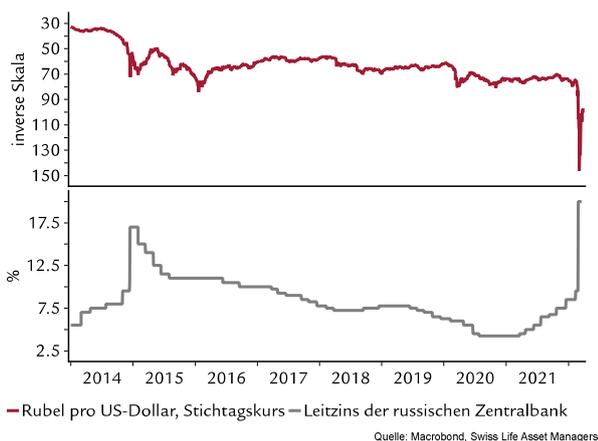


Auf Russland und die Ukraine entfällt mehr als ein Viertel der weltweiten Weizenexporte. Störungen bei der Lieferung solch essenzieller Lebensmittel können katastrophale Folgen für eine Reihe von Schwellenländern haben, in welchen die Bevölkerungen einen beträchtlichen Anteil des Einkommens für Nahrungsmittel aufwendet. Länder in Nordafrika, wie Tunesien oder Ägypten, sind besonders betroffen und auch asiatische Volkswirtschaften wie die Philippinen und Indonesien sind grosse Weizenimporteure, welche unter einer Verknappung von Weizenlieferungen und höheren Lebensmittelpreisen leiden werden.

Russland fällt in tiefe Rezession

Russland steuert in diesem Jahr auf eine tiefe Rezession zu, da die harten Sanktionen einer Reihe westlicher Länder der russischen Wirtschaft erheblichen Schaden zufügen. Neben den Sanktionen gegen eine Reihe von Politikern, Beamten und Oligarchen gehören zu den wichtigsten Massnahmen der Ausschluss bestimmter russischer Banken aus dem internationalen Zahlungssystem SWIFT sowie Sanktionen gegen die russische Zentralbank, welche einen beträchtlichen Teil der Währungsreserven blockieren. Infolgedessen stürzte der russische Rubel stark ab, was sich in einer höheren Inflation niederschlägt. Der Anstieg der Verbraucherpreise seit Jahresbeginn liegt bereits bei 8.9% (siehe «Die Zahl»). Die mittlere Schätzung der Analysten in einer Bloomberg-Umfrage für die jährliche Inflation liegt derzeit bei erstaunlichen 17.6% (2021 betrug Russlands Inflation 6.7%). Die höheren Preise schmälern die Kaufkraft der russischen Bevölkerung und wirken sich entsprechen negativ auf den Konsum aus. Ausserdem hat die russische Zentralbank ihren Leitzins von zuvor 9.5% auf 20% erhöht. Dies half zwar einen Ansturm auf die Banken zu verhindern, doch werden die hohen Zinssätze die Binnenwirtschaft belasten. Auch die mittel- und die langfristigen Aussichten für die russische Wirtschaft sind düster, da die politische und wirtschaftliche Isolation das Potenzialwachstum des Landes deutlich verringert. Der wichtigste Anker, den Russland noch hat, sind seine Öl- und Gasvorkommen, die ihren Weg auf den Markt finden und weiterhin Finanzzuflüsse generieren werden. Das bedeutet, dass die Wirtschaft weiterhin funktionieren wird, jedoch bei deutlich niedrigeren Lebensstandards als noch vor wenigen Wochen.

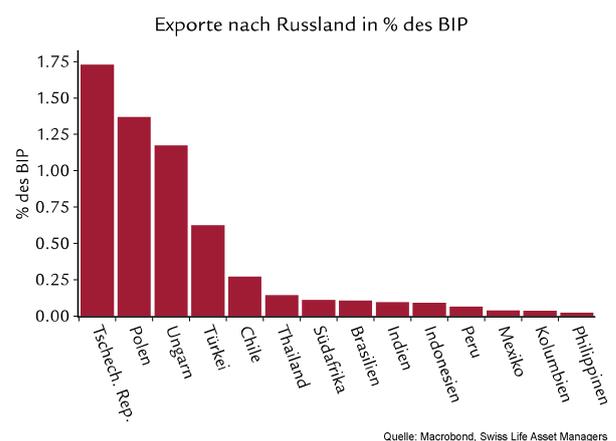
Grafik 1: Die russische Zentralbank hebt die Zinsen an, während der Rubel fällt



Von der Pandemie zum Krieg

Noch bevor sich die Schwellenländer von den durch die Pandemie verursachten wirtschaftlichen Schäden erholt haben, steht die nächste Hürde an. Der Krieg in der Ukraine wirkt sich über drei Hauptkanäle auf die Schwellenländer aus: Handelsbeziehungen mit Russland, höhere Energiepreise und höhere Lebensmittelpreise. Am stärksten sind die negativen Auswirkungen in den osteuropäischen Schwellenländern wie Polen, Ungarn und der Tschechischen Republik zu spüren, während auch die Türkei stark betroffen ist. Diese Volkswirtschaften haben enge Handelsbeziehungen zu Russland, wobei die Exporte nach Russland mehr als 1% ihres BIP ausmachen (siehe Grafik 2). Gleichzeitig sind sie Energieimporteure und leiden unter den deutlich höheren Energiepreisen. Höhere Energiepreise belasten auch die Leistungsbilanzen vieler asiatischer Volkswirtschaften wie Indien, Indonesien oder der Philippinen, während die grossen Energieexporteure im Nahen Osten von den verbesserten Terms of Trade profitieren. Neben der Rolle Russlands als wichtiger Öl- und Gaslieferant birgt sein Status als wichtiger Produzent von Agrarrohstoffen das Risiko von Nahrungsmittelengpässen, was sich auf die Schwellenländer überproportional negativ auswirken dürfte. Auf Russland und die Ukraine entfallen rund 30% der weltweiten Weizenexporte. Eine Unterbrechung der Exporte dieser wichtigen Nahrungsmittel wirkt sich negativ auf die Verbraucher hinsichtlich Verfügbarkeit und Preis (siehe «Die Grafik»). Ägypten beispielsweise, ein grosser Weizenimporteur, bezieht 80% seines Weizens aus Russland und hat bereits um Unterstützung des IWF gebeten, da das Land aufgrund der steigenden Getreidepreise einem zunehmenden fi-

Grafik 2: Osteuropäische Schwellenländer haben die stärksten Handelsbeziehungen zu Russland



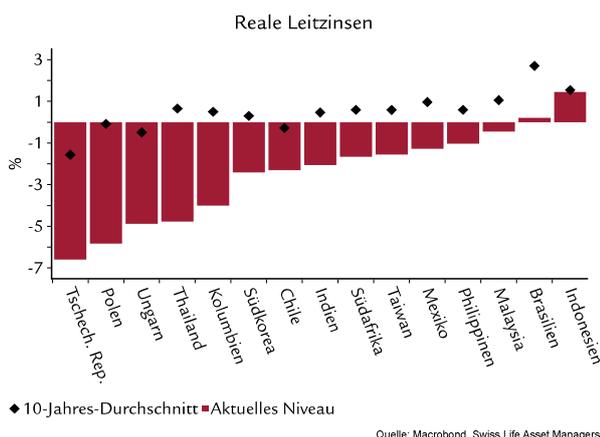
nanziellen Druck ausgesetzt ist. Kommt hinzu, dass Russland auch ein wichtiger Exporteur diverser Düngemittel ist. Brasilien beispielsweise ist für 85% des für seine Getreidekulturen benötigten Düngers auf Importe angewiesen, wobei mehr als ein Fünftel dieser Importe aus Russland stammt. Schliesslich werden höhere Energie- und Lebensmittelpreise die Inflation in Schwellenländern weiter in die Höhe treiben, da Lebensmittel und Energie in einer Reihe von Schwellenländern mehr als 30% des Verbraucherpreisindex ausmachen. Vor allem in Lateinamerika haben die Zentralbanken die Zinssätze über die letzten Monate zwar bereits deutlich angehoben, die realen Zinssätze, also die um die Inflation bereinigten Zinssätze, bleiben jedoch weitgehend negativ (siehe Grafik 3). Dies bedeutet, dass die Zentralbanken der Schwellenländer gezwungen sein werden, die Leitzinsen trotz der sich abschwächenden Wirtschaftsdynamik weiter zu erhöhen.

China: diplomatischer Balanceakt

Inmitten des Krieges in der Ukraine versucht China einen diplomatischen Balanceakt zu vollziehen. Die ideale Haltung für China ist es, Beziehungen zu allen Parteien aufrechtzuerhalten. Das heisst, es verfolgt weiterhin eine politische Orientierung an Russland, während es gleichzeitig starke Handelsbeziehungen mit dem Westen pflegen will. Russland ist für China ein bedeutender Rohstofflieferant. Chinas Nachfrage nach Erdgas wird im Verlaufe der Jahre noch deutlich zunehmen, weil das Land sein langfristiges Ziel verfolgt, den CO₂-Fussabdruck zu reduzieren. Das heisst, für China ist es enorm wichtig, auch künftig auf gute Bedingungen bei Rohstoffgeschäften zählen zu können. Gleichzeitig sind solide Wirtschaftsbeziehungen zum Westen von entscheidender Bedeutung, da seine

Handelsbeziehungen zum Westen viel wichtiger sind als jene zu Russland. Die chinesischen Ausfuhren in die USA und nach Europa machen jeweils rund 3% des chinesischen Bruttoinlandsproduktes aus, während die Lieferungen nach Russland zehnmal geringer sind. Daher hält sich China bisher strikt an den Sanktionsrahmen des Westens. Sowohl Geschäfts- als auch die multilaterale Bank AIIB (Asian Infrastructure Investment Bank) mit Sitz in Peking stellen ihre Geschäfte mit Russland ein, während Unternehmen ihre Lieferungen nach Russland drosseln, weil sie befürchten, von Sekundärsanktionen betroffen zu sein. Der Krieg in der Ukraine, der die chinesische Wirtschaft angesichts einer potenziell geschwächten Auslandsnachfrage unter Druck setzt, ist jedoch nur ein Risiko, dem das Land derzeit ausgesetzt ist. Die Zahl der Covid-Fälle nimmt stark zu und in wirtschaftlich wichtigen Städten werden Lockdown-Massnahmen vorgenommen. Nach einem einwöchigen Lockdown in der Technologiemetropole Shenzhen wird auch Chinas Finanzmetropole Shanghai seit Ende März abgeriegelt. Solange die Eindämmungsmassnahmen zeitlich begrenzt bleiben, dürften die ökonomischen Auswirkungen und Störungen globaler Lieferketten überschaubar bleiben. Es besteht jedoch die Gefahr, dass die Ausbreitung der Covid-Fälle ausser Kontrolle gerät und möglicherweise einschneidendere Massnahmen ergriffen werden, da China weiterhin an seinem Null-Covid-Ansatz festhält. Angesichts der diversen wirtschaftlichen Risiken legen die politischen Entscheidungsträger den Schwerpunkt auf wirtschaftliche Stabilität und drängen auf weitere geld- und fiskalpolitische Anreize. Unserer Ansicht nach wird dies jedoch nicht ausreichen, um das ehrgeizige Wirtschaftsziel des Landes von 5.5% in diesem Jahr zu erreichen. Wir halten an unserer Wachstumsprognose von 5% für 2022 fest.

Grafik 3: Zentralbanken müssen Zinsen weiter anheben, da reale Leitzinsen weitestgehend negativ sind



Grafik 4: Chinas Wirtschaftsbeziehungen zum Westen sind viel bedeutender als jene zu Russland



Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



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



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife-am.com
🐦 @f_boucard



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2020

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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management 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.

April 2022

Zinsen und Anleihen

Parabolische Zinsen

USA

- Die Renditen zweijähriger US-Treasuries schnellten im März um fast 90 Basispunkte (BP) in die Höhe. Der Spread zum Zehn-Jahres-Punkt drehte zum ersten Mal seit 2019 ins Negative (sogenannte Inversion der Zinskurve).
- Obwohl das Fed im März die Zinsen vorsichtig um 25 BP anhub, wurden die Wortmeldungen in darauffolgenden Reden von FOMC-Mitgliedern immer restriktiver. Diese forderten für kommende Sitzungen weitere Anhebungen in 50-BP-Schritten.

Eurozone

- Trotz des Ukrainekriegs und der damit verbundenen negativen Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft steht die Inflation im Vordergrund, wie der starke Anstieg der Zinskurve zeigt. Das kurze Ende legte um fast 70 BP zu, die 30-jährige Rendite um 56 BP.
- Mit dem Ende des Pandemiekaufprogramms und der Drosselung des APP (Asset Purchase Programme) in den nächsten Monaten preiste der Markt wieder Zinsschritte für 2022 ein, weil die EZB die Inflation zügeln muss.

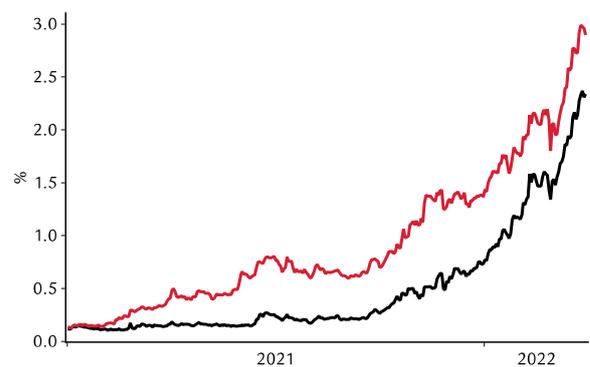
Grossbritannien

- Die britischen Zinsen stiegen zwar ebenfalls an, jedoch auf der ganzen Kurve nur um bescheidene 20 bis 30 BP.
- Die Bank of England erhöhte die Leitzinsen im März um 25 BP, da die Inflation weiter ansteigt.

Schweiz

- Im Einklang mit den europäischen Zinsen stiegen die Renditen Schweizer Staatsanleihen auf der gesamten Kurve ebenfalls um rund 40 BP.
- Die jüngsten Inflationsraten der Konsumentenpreise der Schweiz lagen zwar im klaren Gegensatz zu globalen Mitbewerbern bei relativ bescheidenen 2.2%, aber Produktions- und Importpreise zogen weiter auf 5.8% an.

Erwartung für Zinsschritte der Fed treibt Anleihenrenditen



— Rendite des Dezember 2023 Fed Funds Futures
— Generische Rendite einer 2-jährigen US-Staatsanleihe

Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Die Zinsen entwickelten sich parabolisch angesichts der steigenden Inflation und der Zentralbanken, welche die Inflation nicht mehr nur als temporäres Problem sehen, sondern sie nun mit allen Mitteln bekämpfen. Erst vor sechs Monaten preiste der Markt trotz stetig steigender Inflation nur zwei Zinsschritte durch das Fed bis Ende 2023 ein. Heute erwartet der Markt zwölf Zinsschritte (um je 25 BP) und mit einer 70%igen Wahrscheinlichkeit gar eine Anhebung um 50 BP im Mai. Bisher nahm dies der Kreditmarkt überraschend gut auf, obwohl wir die jüngste Verengung der Kreditspannen als eine technisch getriebene Erholung von Unternehmensanleihen ansehen. Das makroökonomische Umfeld verschlechtert sich seit einiger Zeit und die anhaltend hohe Inflation gepaart mit sich rasch verschärfenden finanziellen Bedingungen werden die Konsumenten und die Unternehmensgewinne weiter belasten. Da die Zentralbanken die Stimulierung drosseln und sich somit das «Auffangnetz» für die Kreditmärkte verkleinert, dürfte die Volatilität der Spreads hoch bleiben und die Kreditspannen steigen. Zudem sehen wir geopolitisch nach wie vor ein hohes Risiko, weshalb wir eine defensive Positionierung bevorzugen. Bei der Duration sind wir angesichts der bereits hohen Erwartungen bei den USD-Zinsen neutral, sehen aber immer noch höhere Renditen auf Staatsanleihen in Europa.

Aktien

Aktienholung im März

USA

- Im März legte der US-Markt um 5.1% zu. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt –4.1%.
- Der US-Markt schlug im März die anderen Märkte, da die US-Wirtschaft vom Ukrainekrieg und den Sanktionen gegen Russland, v. a. im Vergleich zu Kontinentaleuropa, viel weniger betroffen ist.
- Der US-Markt bleibt viel teurer als die anderen Märkte. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sank jedoch von 24 im März 2021 auf heute rund 20.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone legte im März um 0.6% zu und verlor 2022 bisher 8.1%.
- Wegen des Ukrainekriegs ist die Eurozone der schwächste Hauptmarkt und die Überperformance von Anfang Jahr kehrte sich um. Die wirtschaftlichen Effekte des Krieges und der Sanktionen sind in der Eurozone noch nicht vollständig ersichtlich.
- Die Bewertung ist recht attraktiv, das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt bei rund 14 und die Dividendenrendite bei 2.8%. Bemerkenswerterweise erhöhten sich seit Jahresbeginn die Erwartungen für das Gewinn- und Umsatzwachstum im Jahr 2022.

Grossbritannien

- Nach mehreren schwachen Jahren entwickelte sich der britische Markt dieses Jahr besser als seine Mitbewerber. Er legte im März um 2.9% und seit Jahresbeginn um 5.3% zu. Er ist der einzige grosse Markt, der seit Jahresbeginn positiv ist.
- Der britische Markt weist nach wie vor die tiefste Bewertung der grössten Industrieländer auf.

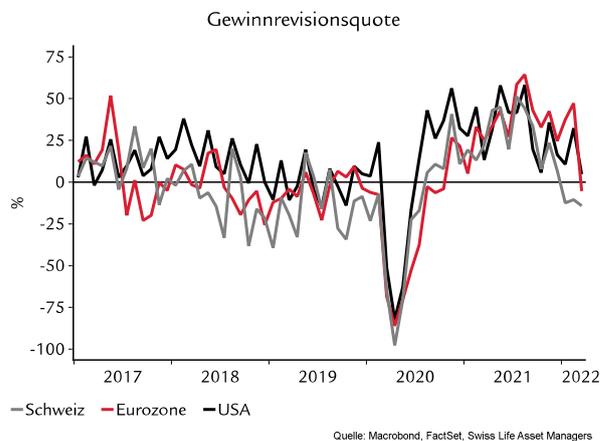
Schweiz

- Der Markt legte im März um 3.2% zu, verlor aber seit Jahresbeginn 4.8%.
- Bei der Bewertung ist der Schweizer Markt der zweitteuerste. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt bei 19, die Dividendenrendite bei 2.4%.

Schwellenländer

- Schwellenländeraktien performten seit Jahresbeginn mit –5.7% und schnitten 1.7% unter den Industrieländern ab. Im März betrug die Performance –4.2%.
- Die Bewertung ist attraktiv und China hat kürzlich verschiedene politische und wirtschaftliche Massnahmen angekündigt, die den Aktienmarkt stützen dürften (China stellt 32% des MSCI Emerging Markets Index dar).

Gewinnprognosen: mehr Abwärts- als Aufwärtskorrekturen



In den letzten Monaten wurden die Prognosen für das Wirtschaftswachstum nach unten und die Inflationsprognosen nach oben korrigiert. Derweil korrigierten die Aktien, die Markteinschätzungen für die künftigen Zentralbankzinsen stiegen und der Ukrainekrieg floss in die Markterwartungen ein. Die Gewinnprognosen und -korrekturen spiegelten dies nur teilweise wider. Ende letzten Jahres wurden für 2022 ein Gewinnwachstum für den US- und den europäischen Markt von 9.2% bzw. 7.7% erwartet sowie ein Umsatzwachstum von 7.3% in den USA und 5.0% im Euroraum. Aktuell liegt der Marktkonsens für das Gewinnwachstum 2022 bei 10.9% in den USA und 14.5% in der Eurozone, d. h., die Gewinnerwartungen liegen nun höher als Ende letzten Jahres. Die Gewinnrevisionsquote (Aufwärts- minus Abwärtskorrekturen geteilt durch die Gesamtzahl der Ratingänderungen) ging jedoch deutlich zurück und wurde im März negativ (siehe Grafik). Dies zeigt, dass die Gewinnerwartungen in den kommenden Monaten nach unten korrigiert werden könnten. Wachsen die Unternehmensgewinne dieses Jahr, könnten die Aktienmärkte das Jahr noch positiv abschliessen. Ausgehend von den aktuellen Niveaus würde dies für den Rest des Jahres Renditen von 5 bis 15% bedeuten. Der Ukrainekrieg und die steigende Inflation bleiben aber grosse Risiken, die Vorsicht erfordern und auf eine hohe Wahrscheinlichkeit sinkender Gewinnerwartungen hindeuten. Die Märkte dürften diesbezüglich etwas zu optimistisch geworden sein. Hingegen gingen die Bewertungen, wie letzten Monat detailliert beschrieben, stark zurück und liegen nun in den meisten Märkten auf historischen Durchschnitten. Wir bleiben konstruktiv bei Aktien, sind aber wegen des Ukrainekriegs auf kurze Sicht vorsichtig.

Währungen

Eine neutrale Sicht auf USD

USA

- Die Risikostimmung an den Finanzmärkten trübte sich in der ersten Märzwoche aufgrund des Ukrainekriegs ein und stützte damit den USD. Da sich die Risikostimmung in den folgenden Wochen etwas aufhellte, was sich an einer markanten Verbesserung am US-Aktienmarkt zeigte, stabilisierte sich der USD für den Rest des Monats.
- Wir änderten unsere Sicht auf den USD vs. EUR, GBP und JPY von positiv auf neutral. Die Zinsdifferenzen stützen den USD immer noch, aber die Erwartungen an eine Straffung der US-Geldpolitik dürften etwas zu weit gegangen sein.

Eurozone

- Nach der ersten Korrektur Anfang März erholte sich EUR/USD und schloss den Monat fast unverändert ab.
- Angesichts der steigenden Inflation in der Eurozone haben wir unsere Erwartungen an Zinsschritte durch die EZB von Anfang 2023 auf das vierte Quartal 2022 vorverschoben. Anders als in den USA sehen wir auch weiteres Aufwärtspotenzial bei den Renditen langfristiger Anleihen. Dies dürfte das Abwärtspotenzial von EUR/USD trotz der hohen Risiken aus dem Ukrainekrieg begrenzen. Wir änderten deshalb unsere Sicht auf EUR/USD für die nächsten drei Monate von negativ auf neutral.

Grossbritannien

- GBP/USD schwächte sich im März ab, weil die Bank of England überraschenderweise weniger restriktive Töne von sich gab.
- Unsere Sicht auf GBP/USD und GBP/EUR für die nächsten drei Monate ist neutral.

Schweiz

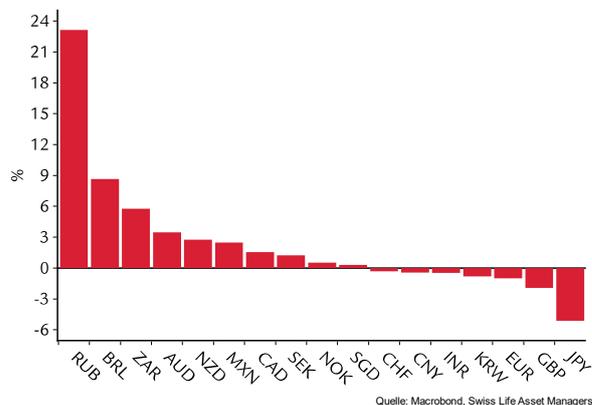
- EUR/CHF erreichte am 7. März kurz Parität, erholte sich dann aber und stabilisierte sich zwischen 1.02 und 1.04
- Da der CHF im aktuellen geopolitischen Umfeld eine gefragte Währung bleiben dürfte, nehmen wir eine negative Dreimonatssicht auf EUR/CHF ein.

Japan

- USD/JPY legte im März um 6% zu und erreichte den höchsten Stand seit Anfang 2016.
- Bei diesen hohen Niveaus ist unsere Sicht auf USD/JPY nicht mehr positiv, sondern neutral.

Yen mit grösstem Verlust, Rubel mit spektakulärer Erholung

Performance ausgewählter Währungen vs. USD im März 2022



Der März überraschte an den Devisenmärkten. Der Rubel erholte sich spektakulär, nachdem es im Zuge der russischen Invasion und der Sanktionen zu einem Ausverkauf gekommen war. Auch wenn das Ausmass des Aufschwungs wegen der schwachen Marktliquidität umstritten bleibt, wurde klar, dass die russischen Kapitalkontrollen sowie die anhaltend hohen Devisenzuflüsse durch Gas- und Ölexporte den Rubel stützen konnten. Hohe Energie- und Rohstoffpreise sind auch ein Segen für andere Rohstoffwährungen wie BRL, ZAR, AUD und NZD, die alle im März vs. USD aufwerten konnten (siehe Grafik). Der grosse Ausreisser war das GBP, das wohl unter einer Stimmungsschwankung bei der Bank of England litt, bei der der Ton in letzter Zeit etwas weniger restriktiv geworden ist. Beim JPY herrschte Ausverkauf, wobei die japanische Zentralbank ihre sehr expansive Geldpolitik bei relativ schwachen Inflationszahlen bekräftigte. Zudem leidet Japan weiterhin unter einem schweren Schock für seine Terms of Trade (Verhältnis zwischen Export- und Importpreisen), da das Land vollständig von Importen fossiler Brennstoffe abhängig ist.

In den nächsten drei Monaten ist unsere USD-Sicht nicht mehr positiv, sondern neutral. Die Zinsdifferenzen stützen den USD immer noch, aber die Erwartungen an eine Straffung der US-Geldpolitik dürften etwas zu weit gegangen sein. Wir bleiben jedoch bei unserer negativen Sicht auf EUR/CHF, weil die hartnäckig hohe Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone den «fairen» EUR/CHF-Wechselkurs drückt und der CHF bei den aktuellen geopolitischen Risiken eine attraktive Währung bleiben dürfte.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Product Specialist
Equity and Multi Asset
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian

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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management 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.

April 2022 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Risikoanlagen erholen sich, Zinsen steigen deutlich

Zusammenfassung

- Die Unsicherheit um den Ukrainekrieg bleibt das grösste Risiko für die Finanzmärkte. Sie erhöht das bereits hohe Inflationsrisiko und könnte somit zu mehr Leitzinserhöhungen führen als erwartet.
- Auch das Stagflationsrisiko steigt. Die US-Zinskurve (10-jährige minus 2-jährige Rendite) ist flach, was historisch ein guter Rezessionsindikator war.
- Unser Hauptszenario ist jedoch eine Vermeidung von Stagflation, wobei die Unternehmensgewinne weiterhin im einstelligen Bereich wachsen. Damit könnten Aktien das Jahr positiv abschliessen.
- Trotz weniger positiven Wirtschaftsaussichten präferieren wir weiterhin Risikoanlagen (Aktien, Immobilien) vs. Nominalanlagen (Cash, sichere Anleihen).

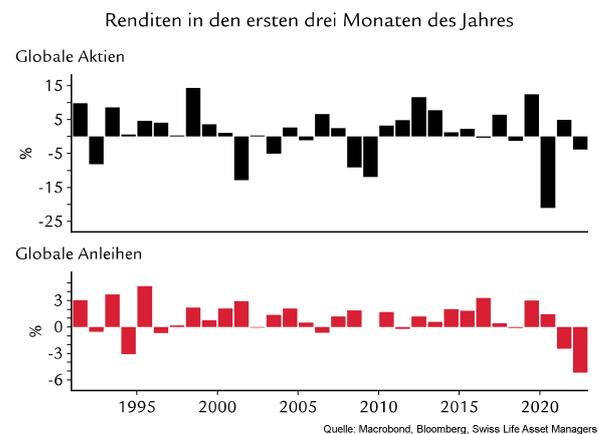
Zinsen und Anleihen

- Die Renditen auf Staatsanleihen stiegen seit Jahresbeginn um rund 75 bis 100 BP. Im März legten die Renditen um weitere 25 bis 50 BP zu. Dennoch bleiben die Realrenditen durchs Band negativ.
- High-Grade-Unternehmensanleihen verloren seit Jahresbeginn 5.5%, High-Yield- und Schwellenländeranleihen 4.2% bzw. 7.0%.
- Die Korrektur seit Jahresbeginn bei globalen Anleihen ist die stärkste seit mindestens 1991 (siehe Grafik). Aktuell liegt die Rendite einer US-Investment-Grade-Anleihe bei rund 3.5 bis 4%, was sie zunehmend zu einer Alternative zu Aktien macht.

Aktien

- Die Aktienmärkte von Industrieländern büssten seit Jahresbeginn 4.0% ein, die Schwellenländer 5.7%. Im März erholten sich Aktien trotz zunehmender geopolitischer Risiken überraschend stark.
- Bemerkenswerterweise stiegen die Konsensusschätzungen für die Unternehmensgewinne 2022 in den USA und im Euroraum seit Jahresbeginn. Das Verhältnis zwischen positiven und negativen Korrekturen der Unternehmensgewinne ging jedoch deutlich zurück und könnte bald negativ werden (siehe Abschnitt «Aktien» in «Perspektiven Finanzmärkte»).

Seltener Ausverkauf von Anleihen und Aktien gleichzeitig



Es ist sehr selten, dass die globalen Aktien- und Anleihenmärkte in den ersten drei Monaten des Jahres gemeinsam korrigieren. Seit 1991 geschah dies nur dreimal (1992, 2009 und 2018). In diesen drei Jahren büsste der Anleihenmarkt nur 0.1 bis 0.5% ein, der Aktienmarkt 1.3 bis 11.9%. Die Verluste dieses Jahr betragen 4.0% bei Aktien und 5.2% bei Anleihen. Somit entspricht die Aktienmarktkorrektur den früheren Episoden. Die Korrektur an den Anleihenmärkten ist aber weitaus stärker als alle historischen Präzedenzfälle (die zweitgrösste war 1994, als Anleihen 3.1% verloren). Dafür gibt es zwei mögliche Gründe: Erstens führten steigende Zins-/Inflationsraten und Zinserwartungen zu einer Korrektur im Discounted Cashflow von Aktien und Anleihen. Zweitens hatte der Ukrainekrieg steigende Risikoprämien zur Folge, was sich ähnlich auswirkt wie steigende Zinsen und steigende Inflation. Durch eine gemeinsame Korrektur wird die klassische Diversifikation zwischen Anleihen und Aktien weniger effektiv und führt in Multi-Asset-Portfolios zu vergleichsweise hohen Verlusten.

Konsequenzen für das Portfolio

Wegen der Ungewissheit um den Krieg senkten wir unser Aktienexposure temporär auf neutral. Wir bleiben aber bei einer Übergewichtung in Risikoanlagen.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Product Specialist
Equity and Multi Asset
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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management 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.