

Mai 2022

Kernaussagen

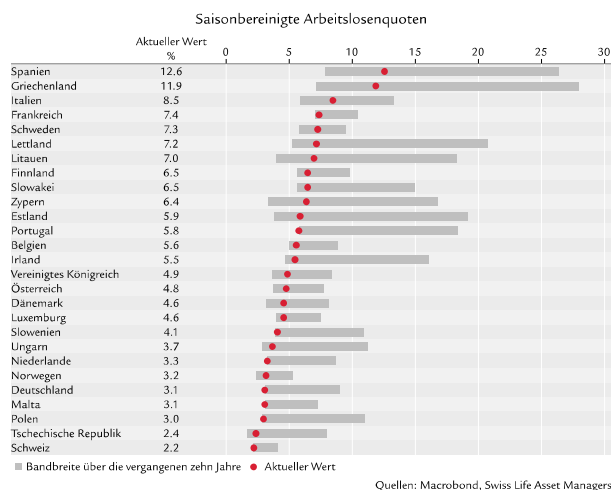
- Weltwirtschaft im Gegenwind: Krieg in Europa, anhaltende Lieferengpässe und steigende Finanzierungskosten
- Leichte Entspannung bei den Energiepreisen dürfte für etwas niedrigere Inflationsraten sorgen
- Die robuste Binnennachfrage in Europa dämpft die unmittelbare Rezessionsgefahr

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	3.2% ↓	3.2% ↓	2.3%	2.2% ↓	6.9% ↑	7.0% ↑	3.0% ↑	3.2% ↑
Eurozone	3.1% ↓	2.8% ↓	2.0%	2.3%	6.2% ↑	6.5% ↑	2.3% ↑	2.4% ↑
Deutschland	2.3% ↓	2.2% ↓	2.2%	2.5% ↓	5.9% ↑	6.3% ↑	2.7% ↑	2.7% ↑
Frankreich	3.2%	3.1% ↓	1.5%	1.8% ↑	3.9% ↑	4.2% ↑	2.1%	2.1% ↑
Grossbritannien	4.1% ↑	3.9%	1.7% ↓	1.4% ↓	7.0% ↑	7.2% ↑	3.5% ↑	3.9% ↑
Schweiz	2.5%	2.6% ↓	1.4%	1.8% ↑	1.8%	2.0% ↑	0.7%	0.9% ↑
Japan	2.0% ↓	2.1% ↓	1.6%	1.8%	1.7% ↑	1.6% ↑	0.7% ↑	1.0% ↑
China	4.5% ↓	4.9% ↓	5.2% ↑	5.1% ↓	2.3%	2.1% ↓	2.0%	2.2% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. April 2022

Grafik des Monats



Zwei Jahre nach Ausbruch der Pandemie liegt die Arbeitslosenquote vielerorts in West- und Nordeuropa wieder unter dem Vorkrisenniveau. In Frankreich, Deutschland und der Schweiz liegt sie gar auf einem Mehrjahrestief. Dies ist ein Erfolgsausweis der koordinierten Schritte von Geld- und Fiskalpolitik zur Verhinderung einer Wirtschaftskrise als Folge der Pandemie. Mit dem Krieg in der Ukraine machen erneut Rezessionsängste die Runde. Die robusten Arbeitsmarktdaten stützen aber die private Konsumnachfrage und deuten in Kombination mit der aktuell hohen Inflation auf verstärkten Lohndruck hin, dem die Notenbanken mit einer Normalisierung der Geldpolitik begegnen sollten.

USA

Dienstleister verlieren an Fahrt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.2%	2022: 3.2%
2023: 2.3%	2023: 2.2%

Der Krieg in der Ukraine trifft die US-Wirtschaft vor allem indirekt via höhere Rohstoffpreise. Deutlich bedrohlicher für die US-Konjunktur sind die rasch steigenden Zinsen und die drohenden Lieferengpässe für Konsumgüter aus China aufgrund der neuen Lockdowns und der Wartezeiten an chinesischen Häfen. Die Zinsen für 30-jährige Fixhypotheken sind seit Anfang Jahr von 3.2% auf über 5% gestiegen – der schnellste Anstieg seit 1980. Die Refinanzierungsaktivitäten von Hypotheken sind folglich eingebrochen und auch Hypothekenanträge für Hauskäufe sowie Transaktionszahlen zeigen erste Zeichen der Schwäche. Der Dienstleistungssektor verliert aufgrund schwindender Kaufkraft der Haushalte generell etwas an Fahrt, auch wenn die April-Umfrage unter Einkaufsmanagern (PMI) nach wie vor auf solides Wachstum hindeutet. Die Musik spielt weiterhin im US-Industriesektor, der gemäss der PMI-Umfrage gar an Dynamik gewonnen hat und sich im April – im Gegensatz zu Europa – einer verbesserten Auftragslage erfreute. Die Lücke zwischen hoher Konsumnachfrage und eingeschränktem Angebot dürfte sich damit weiter schliessen, was zumindest bei inländisch produzierten Gütern den Inflationsdruck etwas mindern könnte.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.9%	2022: 7.0%
2023: 3.0%	2023: 3.2%

Die US-Inflation stieg im März auf 8.5% und dürfte damit ihren zyklischen Höhepunkt erreicht haben. Die Energiepreise dürften nach dem deutlichen Anstieg im März nun in etwas ruhigere Fahrwasser geraten, während die Kerninflation im März zum ersten Mal seit September 2021 nach unten überraschte (Anstieg um 10 Basispunkte auf 6.5%). Grund war ein starker Rückgang der Gebrauchtwagenpreise, die allerdings nach wie vor 48% höher als vor der Pandemie sind. Wir rechnen damit, dass die Inflation trotz Entspannung in den nächsten Monaten Ende Jahr noch immer zwischen 4 und 5% notieren wird.

Eurozone

Bisher bestätigte Annahmen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.1%	2022: 2.8%
2023: 2.0%	2023: 2.3%

Bisher bestätigen der Kriegsverlauf in der Ukraine und die aktuell verfügbaren Konjunkturdaten die Annahmen in unserem Basisszenario. So konzentriert sich das Kriegsgeschehen weitgehend auf den Osten der Ukraine, derweil die europäischen Abnehmer vor einem Boykott russischer Gaslieferungen zurückschrecken. In Frankreich und Slowenien verzeichneten proeuropäische Kräfte Wahlerfolge und die absehbaren Nato-Beitritte Schwedens und Finnlands deuten auf ein weiteres Zusammenrücken der europäischen Partner hin. Leider erwarten wir im Basisszenario kein rasches Ende des Krieges, sondern stellen uns auf eine langwierige Pattsituation ein. Damit in diesem Rahmen eine weiche Landung der Wirtschaft gelingt, ist die rasche Entspannung bei den Lieferengpässen in der Industrie ebenso notwendig wie eine umsichtige Normalisierung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank. Unabhängig vom Kriegsausbruch in der unmittelbaren Nachbarschaft stellen die erneuten Lockdowns in China und eine erhebliche Ausweitung der Kreditaufschläge für die südlichen Teilnehmerstaaten an der Währungsunion bedeutende Konjunkturrisiken dar. Vorderhand stützen die robuste Verfassung des Arbeitsmarktes (siehe dazu auch Seite 1) und erhöhte Staatsausgaben die Binnennachfrage.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.2%	2022: 6.5%
2023: 2.3%	2023: 2.4%

Seit November 2021 liegt die Inflation überall in der Eurozone über dem von der EZB angestrebten Zielwert von 2%. In Ländern mit hohem Anteil der Energiekomponenten im Warenkorb der Verbraucherpreisindizes erreichte die Jahreststeuerung per März 2022 gar zweistellige Werte. Die Entwicklung birgt die Gefahr einer Loslösung der Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung. Am Preis für inflationsgeschützte Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit des französischen oder des deutschen Staates lässt sich eine erwartete jährliche Inflationsrate von 2.9% ableiten. Dies sind über 90 Basispunkte mehr als vor Kriegsausbruch.

Deutschland Anzeichen einer Stabilisierung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.3%	2022: 2.2%
2023: 2.2%	2023: 2.5%

In unserem letzten Kommentar wiesen wir auf den Unterschied zwischen Stimmungs- und tatsächlichen Aktivitätsindikatoren hin. Deutlich zeigt sich dies an den jüngsten Zahlen für den ifo-Geschäftsklimaindex. Hier bewegten sich die Angaben zur aktuellen Geschäftslage (Aktivität) auch im April seitwärts, wogegen die Antworten zur künftigen Geschäftsentwicklung (Stimmung) nach dem heftigen Einbruch im Vormonat wieder etwas positiver ausfielen. Trotzdem ist die Industrietätigkeit nahe am Stillstand. Werden beispielsweise die Daten zum Einkaufsmanagerindex für die Industrie um die hohen Werte bei den Lieferfristen korrigiert, stagnierte die Industriedynamik im April gegenüber dem Vormonat. Auch der realisierte Stromverbrauch während der vergangenen Wochen als Indikator zur Produktion in der Industrie bestätigt diesen Befund. Dabei leidet Deutschlands Industrie gleichermaßen unter den gestiegenen Energiekosten wie unter dem neuerlichen Unterbruch der Lieferketten. Gänzlich anders sieht es bei den Dienstleistern aus: Für diesen eher binnenwirtschaftlich orientierten Sektor der deutschen Wirtschaft zeigt der Einkaufsmanagerindex seit Jahresbeginn ununterbrochen nach oben. Trotz Krieg in der Nachbarschaft ist vorderhand also eine breite Rezessionsgefahr nicht zu erkennen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.9%	2022: 6.3%
2023: 2.7%	2023: 2.7%

Die vorläufigen Werte zur Inflation im April werden erst nach Redaktionsschluss dieses Kommentars veröffentlicht. Wir gehen von einem Anstieg des Verbraucherpreisindex zum Vormonat um 0.4% aus. Dies wäre gleichbedeutend mit einem Rückgang der Jahresteuern von 7.3% auf 7.0%. Anzeichen einer leichten Entspannung sind erkennbar bei den Kraftstoffpreisen, welche seit Mitte März um über 10% gesunken sind. Ein weiterer Rückgang der Energiepreise stellt ein erhebliches Prognoserisiko nach unten dar. Bei unveränderten Energiepreisen dürfte die Inflationsrate jedoch bis Mitte 2024 über 2.0% verharren.

Frankreich Einmal mehr mit Macron

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.2%	2022: 3.1%
2023: 1.5%	2023: 1.8%

«One more time» und «Ode an die Freude»: Mit diesen musikalischen Beiträgen von Daft Punk und Beethoven zelebrierte Emmanuel Macron seine Wiederwahl. Trotz Erfolgen seiner Arbeitsmarktreformen (siehe dazu auch die Grafik des Monats auf Seite 1) und hoher internationaler Reputation haftet seiner Wahl aber der Makel an, dass die Hälfte der Wähler Frankreichs ihre Stimme extremen Vertretern von links oder rechts gab. So bleibt bis zu den Parlamentswahlen im Juni eine gewisse Unsicherheit bezüglich Macrons künftiger Gestaltungsmöglichkeiten. Die aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen scheinen vorteilhaft: Die seit Kriegsausbruch erhältlichen Daten zur konjunkturellen Dynamik zeigen Widerstandsfähigkeit. So kletterte der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich gemäss vorläufigen Zahlen im April auf den höchsten Wert seit Januar 2018. Die Aufhebung der letzten Eindämmungsmassnahmen beflügelt die private Konsumnachfrage ebenso wie den internationalen Tourismus. Im Vergleich zum starken Einbruch der Unternehmerstimmung in Deutschland deuten auch die Umfragen zur Lage in der verarbeitenden Industrie in Frankreich auf eine Fortsetzung des wirtschaftlichen Aufschwungs im Laufe der kommenden Quartale hin.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.9%	2022: 4.2%
2023: 2.1%	2023: 2.1%

Im Unterschied zur Unternehmerstimmung zeigen Umfragen unter Frankreichs Haushalten deutlich nach unten. Neben den Ängsten im Zusammenhang mit dem Kriegsausbruch in Europa wird der Kaufkraftverlust immer mehr zum Alltagsthema. Nach unserer aktuellen Einschätzung (unter der Annahme stabiler Energiepreise an den internationalen Rohwarenmärkten) dürfte die Inflationsrate im April auf einen Höchststand von 4.6% geklettert sein. Im Anschluss daran gehen wir von einem Rückgang der Inflationsraten aus. Im Schlussquartal 2022 liegt die Inflation im Basisszenario wieder unter 3.5%.

Grossbritannien Starkes erstes Quartal

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.1%	2022: 3.9%
2023: 1.7%	2023: 1.4%

Bisher publizierte Daten suggerieren, dass die britische Wirtschaft unter den grossen Industrieländern wohl das stärkste Wachstum im ersten Quartal hingelegt hat. Besonders der Dienstleistungssektor ist dynamisch unterwegs: Nach der Winterdelle ist beispielsweise das Gastgewerbe im Februar wieder auf dem Vor-Pandemie-Niveau angelangt. Noch viel wichtiger ist die positive Entwicklung der Dienstleistungsexporte, die in Grossbritannien gleich wichtig wie Güterexporte sind und die – unbeeindruckt von Brexit – innert Jahresfrist um 13.5% gestiegen sind. Im Inland zeigt sich, dass sich die Konsumausgaben von Gütern zu Dienstleistungen verlagert haben – die realen Detailhandelsumsätze befinden sich seit dem Höhepunkt im April 2021 auf einem Abwärtstrend. Ein grosser Bremsklotz der britischen Wirtschaft bleibt der Immobiliensektor, dessen Wertschöpfung im Februar 2022 noch immer 2.4% unter dem Vor-Pandemie-Niveau lag, mit wenig Aussicht auf eine rasche Erholung in einem Umfeld steigender Zinsen. Der Start ins zweite Quartal verlief harziger: Die April-Umfrage unter Einkaufsmanagern zeigte gerade bei den vorausschauenden Komponenten Schwächezeichen. So ging das Wachstum der Aufträge sowohl im Dienstleistungs- als auch im Industriesektor zurück, in der Industrie besonders bei Aufträgen aus dem Ausland.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.0%	2022: 7.2%
2023: 3.5%	2023: 3.9%

Sowohl Gesamt- wie auch Kerninflation überraschten im März abermals positiv und stiegen auf 7.0% respektive 5.7%. Im April droht ein neuer Inflationsschub, weil die regulierte Preiseobergrenze für Gas und Elektrizität angehoben wurde. Das durchschnittliche Lohnwachstum zog ebenfalls an, von 4.8% im Januar auf 5.4% im Februar (noch keine Daten für März verfügbar). Damit leiden die Briten nach wie vor weniger stark unter Reallohneinbussen als die Arbeitnehmenden in vielen Ländern der Eurozone.

Schweiz Nachlassende Exportdynamik

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.6%
2023: 1.4%	2023: 1.8%

Weiterhin bleibt das inländische Konsumverhalten vom Kriegsausbruch in der Ukraine nicht beeinträchtigt, ebenso setzt sich die Erholung der internationalen Reisetätigkeit gemessen an den Flugbewegungen ab Zürich fort. Die private Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen wird gestützt durch die robuste Lage am Arbeitsmarkt und die Aufhebung der letzten verbliebenen Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie. Im scheinbaren Widerspruch zu obigen Aussagen weist der Indikator zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WWA) des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) seit Ende Februar auf eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik hin. Allerdings weist das SECO darauf hin, dass diese Verlangsamung sehr stark auf die Normalisierung der zuvor hohen Exportvolumen der Pharma- und Chemiefirmen zurückzuführen sei. Die jüngsten Werte des durch Raiffeisen Schweiz erhobenen Einkaufsmanagerindex für die KMU-Betriebe deuten auf eine Belebung in den stärker binnenorientierten Sektoren der Wirtschaft hin. So sehen wir für 2022 weiterhin von einer starken Abwärtsrevision unserer Prognose für das BIP-Wachstum ab: Rechneten wir zu Anfang des Jahres noch mit einem durchschnittlichen Wachstum von 2.6%, liegt unsere aktuelle Schätzung mit 2.5% nur geringfügig tiefer. Die Konsensusprognose reduzierte sich im gleichen Zeitraum von 3.0% auf nun 2.6%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.8%	2022: 2.0%
2023: 0.7%	2023: 0.9%

Mit 2.4% übertraf die Inflationsrate auch im März 2022 den oberen Rand des von der Schweizerischen Nationalbank angestrebten Zielbands von 0% bis 2%. Nach unseren Berechnungen dürfte die Inflationsrate im zweiten Quartal ihren zyklischen Höchststand überschreiten. Der hohe Anteil administrativ festgelegter Preise im Warenkorb zur Messung der Konsumentenpreise bedeutet, dass die Weitergabe gestiegener Einkaufspreise erst mit Verzögerung erfolgt und daher die Teuerung auch 2023 spürbar bleiben wird.

Japan

Der Staat kommt zu Hilfe

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.0%	2022: 2.1%
2023: 1.6%	2023: 1.8%

In Japan war im April das grösste wirtschaftspolitische Thema die Talfahrt des Yen. Die japanische Währung verlor seit Anfang März trotz geopolitischer Risiken rund 10% ihres Werts gegenüber dem US-Dollar – hauptsächlich aufgrund der zunehmenden Zinsdifferenz. Dies verteuert Importe, was die Problematik steigender Energiepreise in Japan verstärkt – ein Land, das bei fossiler Energie mit Ausnahme von Kohle komplett vom Ausland abhängig ist. Die bisherige Erfahrung in Japan zeigt, dass importierte Inflation meist keine namhaften Lohnsteigerungen oder Preiserhöhungen für Exportgüter nach sich zieht und sich letztlich negativ auf Konsum und Investitionen auswirkt. Die Regierung unter Premier Kishida hat deshalb ein Paket im Umfang von 6.2 Billionen Yen (rund 45 Milliarden Euro) angekündigt, um diese drohenden negativen Auswirkungen abzufedern. Dieses beinhaltet einen bunten Strauss an Massnahmen, unter anderem Subventionen an Treibstoff-Grosshändler, direkte Geldtransfers an Haushalte mit tiefen Einkommen und staatliche Beiträge an Kreditkosten für kleine und mittlere Unternehmen. Derweil sind die ökonomischen Zahlen aber erstaunlich stabil. Der Einkaufsmanagerindex für Dienstleister ist im April zum ersten Mal seit Dezember 2021 wieder über die Wachstumsschwelle gerutscht, die Auftragslage in der Industrie ist stabil geblieben und die Arbeitslosenquote ist im März auf bescheidene 2.6% gefallen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.7%	2022: 1.6%
2023: 0.7%	2023: 1.0%

Die Inflation steigt auch in Japan, aber ausgehend von sehr tiefen Niveaus. Die Gesamtinflation bewegte sich im März von 0.9% auf 1.2%, während die japanische Variante der Kerninflation, die verderbliche Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, von -1.0% auf -0.7% gestiegen ist. Die Inflation wird weiter ansteigen, aber voraussichtlich nicht in einem Ausmass, das die Bank of Japan zu einer Änderung ihrer Tiefzinspolitik bewegen wird.

China

Lockdown bedroht die Wirtschaft

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.5%	2022: 4.9%
2023: 5.2%	2023: 5.1%

Obwohl Chinas Wirtschaftswachstum im ersten Quartal mit 4.8% gegenüber dem Vorjahr stärker ausfiel als erwartet, hinterliess die Omikron-Welle Spuren in den März-Konjunkturdaten, die sich weitgehend verlangsamte haben. Da die Finanzmetropole Shanghai erst Ende März in einen Lockdown ging, wird die Konjunktur im zweiten Quartal stark einbrechen. Hochfrequente Indikatoren wie tägliche Autoverkäufe sowie Mobilitätsindikatoren deuten bereits auf eine zunehmende Schwäche im April hin. Wir gehen deshalb davon aus, dass Chinas Wirtschaft im zweiten Quartal gegenüber den ersten drei Monaten des Jahres schrumpfen wird, und korrigieren unsere Wachstumsprognose auf 4.5% von 5% zuvor. Da viele andere Provinzen Vorsichtsmassnahmen ergreifen, um einen derart harten Lockdown zu vermeiden, konnten Covid-Fälle ausserhalb Shanghais bisher weitgehend in Schach gehalten werden. Aufgrund dieser Haltung besteht Grund zur Annahme, dass China nicht in eine Situation geraten wird, in der ein landesweiter Lockdown verhängt werden muss. Die schnelle Ausbreitung der Omikron-Welle bleibt jedoch für unseren Ausblick ein grosses Risiko. Zudem belasten Unterbrechungen der Logistikketten die Produktionstätigkeit im Land, während auch die Überlastung am grössten Containerhafen der Welt zunimmt. Der Lockdown von Shanghai belastet somit nicht nur die Binnenwirtschaft, sondern bedroht auch die globalen Lieferketten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.3%	2022: 2.1%
2023: 2.0%	2023: 2.2%

Chinas Inflationsrate lag im März bei moderaten 1.5%. Der globale Anstieg der Agrarpreise führte zwar zu höheren Preisen ausgewählter Artikel wie Mehl und Speiseöl, aber Schweinefleischpreise, die rund 2.5% des chinesischen Verbraucherpreisindex ausmachen, werden durch das wachsende Angebot nach unten gezogen. Zudem werden die Lockdown-Massnahmen, welche die Konsumausgaben dämpfen, die Kerninflation weiterhin auf tiefem Niveau halten.

Economic Research



Marc Brüttsch
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

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.

Mai 2022

Zinsen und Anleihen

Aufwärtstrend der Zinsen dürfte anhalten

USA

- In den USA tendierten die Langfristzinsen im April angesichts der soliden Konjunktur und der steigenden Inflation weiter nach oben. Die erwarteten zehnjährigen Realrenditen kehrten auf null zurück. Die kurzfristigen Zinsen stiegen, weil eine schnellere Straffung der Geldpolitik wahrscheinlicher wurde.
- Der Markt erwartet, dass der US-Leitzins bis Jahresende auf 2.25% steigen wird. Das Fed dürfte den Leitzins an ihrer Mai- und ihrer Juni-Sitzung jeweils um 50 Basispunkte (BP) anheben.

Eurozone

- Steigende Energiepreise befeuern die Inflation in Europa. Die Renditen auf Staatsanleihen legten in den ersten Monaten 2022 markant zu. Der Ukraine-Krieg wirkt sich negativ auf die Wirtschaft aus, laut den Einkaufsmanagerindizes (PMI) für April ist dieser Effekt bisher jedoch eher beschränkt. Deutschland ist am stärksten betroffen.
- Die Europäische Zentralbank (EZB) drosselt das Wertpapierkaufprogramm (APP) und dürfte es im dritten Quartal 2022 beenden. Gemäss jüngsten Kommentaren von EZB-Vertretern könnte der Zinsschritt bereits im Juli erfolgen. Wir halten dies für unwahrscheinlich und erwarten die erste Anhebung im September und eine weitere im Dezember.

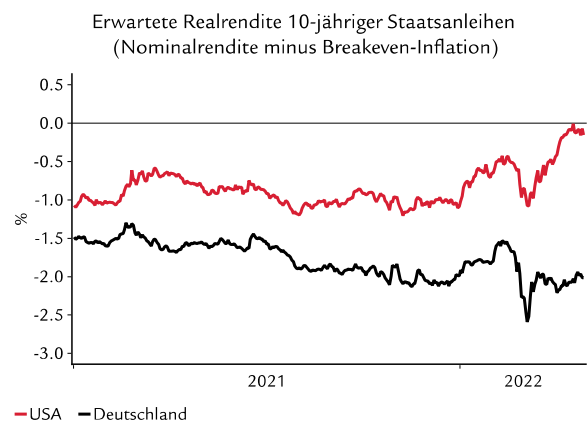
Grossbritannien

- Auch in Grossbritannien stiegen die Renditen auf Staatsanleihen an, allerdings weniger stark als im Euroraum.
- Die Bank of England (BoE) dürfte die Zinsen dieses Jahr noch zweimal anheben. Insgesamt wären es dann vier Zinsschritte im gesamten Jahr.

Schweiz

- In der Schweiz stiegen die Zinsen wie in Europa an. Anleihen mit negativer Rendite sind fast verschwunden.
- Wir glauben, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Zinsen nicht vor der EZB erhöhen wird. Sie dürfte den Leitzins im Dezember 2022 anheben.

Erwartete Realrenditen gingen in den USA auf null zurück



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

In den ersten Monaten 2022 stiegen die Renditen auf Staatsanleihen wegen der höheren Inflation stark an, verschärft durch die kriegsbedingt höheren Energie- und Rohstoffpreise. In den USA legten auch die erwarteten Realrenditen zu und liegen nun nahe null. Dies widerspiegelt die solide Konjunktur im Land. In Europa bleiben die Realrenditen stark negativ. Europa ist zwar wirtschaftlich stärker vom Ukraine-Krieg betroffen, laut den PMI für April sind die Bremsspurten aber bisher überschaubar. Für eine abschliessende Beurteilung ist es jedoch zu früh, da der Krieg noch lange dauern könnte. Die wirtschaftlichen Unsicherheiten bleiben angesichts der Drohung eines Stopps russischer Gaslieferungen gross. Besonders Deutschland wäre stark betroffen. In China führt die Null-Covid-Strategie zu weiteren Lockdowns und zu erneuten möglichen Unterbrechungen in den Lieferketten. Beides könnte die Inflation befeuern und das Wirtschaftswachstum dämpfen. Die steigende Inflation führte zu einer drastischen Politikänderung vieler Zentralbanken. Die Verschärfung der finanziellen Bedingungen hat eine restriktivere Kreditvergabe durch Banken zur Folge. Dies erhöht das Rezessionsrisiko 2023 und macht uns beim Kreditrisiko vorsichtig. Die Renditen auf Staatsanleihen dürften in naher Zukunft weiter steigen, aber langsamer als zuletzt. Da die Zentralbanken die Leitzinsen anheben, dürften sich die Zinskurven verflachen.

Aktien

Inflation und tieferes Wachstum belasten die Märkte

USA

- Im April verlor der US-Markt satte 7.9%. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -12.8%. Die Gewinnmargen begannen im Q3 2021 zu sinken und dürften dies weiter tun. Dennoch rechnet der Marktkonsens damit, dass die Margen im Q3 2022 ein Allzeithoch erreichen. Die Berichtssaison begann gut.
- Der US-Markt bleibt teurer als die übrigen Märkte (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV: 21) und der Anstieg der Nominal- und der Realrenditen sorgt dafür, dass Anleihen gegenüber US-Aktien zunehmend attraktiv werden.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste im April 3.5% ein, seit Jahresbeginn 12.3%.
- Wie in den USA scheinen uns die Erwartungen für das Gewinnwachstum zu hoch. Anders als im US-Markt bleiben die Realzinsen aber negativ und die Bewertung liegt nahe des historischen Durchschnitts (KGV: 15).

Grossbritannien

- Nach mehreren schwachen Jahren entwickelte sich der britische Markt dieses Jahr besser als seine Mitbewerber. Er verlor im April 0.7% und legte seit Jahresbeginn um 4.0% zu. Damit ist er der einzige grosse Markt, der sich seit Jahresbeginn positiv entwickelte.
- Der britische Markt ist von den wichtigsten Industrieländern am tiefsten bewertet und weist die grösste Gewichtung in Energie und Rohstoffen auf.

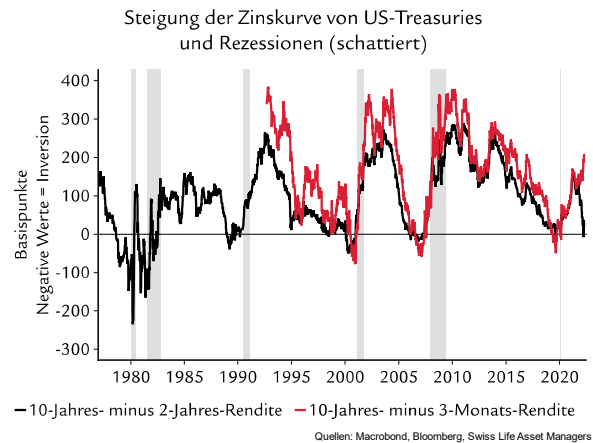
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im April 0.5% ein, seit Jahresbeginn 6.4%. Er profitierte von der starken Performance der Pharmaindustrie in der ersten Aprilhälfte und der allgemein defensiven Ausrichtung.
- Der Schweizer Markt ist bewertungsmässig der zweit teuerste nach den USA (KGV: 16.5). Die defensive Ausrichtung rechtfertigt unserer Meinung nach im aktuellen Umfeld einen Bewertungsaufschlag.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer hinken mit einer Performance seit Jahresbeginn von -14.8% und einem Verlust im April von 8.4% erneut globalen Aktien hinterher.
- Viele Schwellenländer leiden stark unter den hohen Preisen für Nahrungsmittel, Energie und Agrargüter. In China belasten Lockdowns die Konjunktur und die Lieferketten.

USA: Zinskurveninversionen als Indikator für Rezessionen



Historisch war eine Inversion der Zinskurve der beste marktbasierende Indikator für eine bevorstehende Rezession. Seit 1967 ging allen Rezessionen eine Inversion der Zinskurve voraus (aber nicht alle Inversionen führten zu einer Rezession). Eine invertierte Zinskurve signalisiert, dass die Marktteilnehmer von einem Rückgang der Leitzinsen ausgehen – eine typische Rezessionsentwicklung. Doch eine kurze temporäre Inversion nur bei einer Laufzeit (Zehnjahres- minus Zweijahresrendite) wie derzeit reicht nicht aus. Die Inversion muss mindestens ein bis drei Monate dauern und auch die Zehnjahres- minus Dreimonatskurve umfassen. Beide Bedingungen sind aktuell nicht erfüllt (siehe Grafik). Der Vergleich mit dem Dreimonatssatz ist aber derzeit etwas irreführend, da das Fed bei der Festlegung eines angemessenen Geldmarktsatzes zurückliegt. Entgegen der Intuition führt eine Inversion der Zinskurve in den darauffolgenden sechs bis zwölf Monaten nicht zu negativen Aktienrenditen. Seit 1967 hat der US-Aktienmarkt im Mittel erst elf Monate nach der Inversion seinen Höhepunkt erreicht und dieser lag im Durchschnitt fünf Monate vor Beginn der Rezession. Somit beträgt das Zeitintervall zwischen der Zinskurveninversion und der Rezession im Mittel 16 Monate. Die durchschnittliche Rendite des Aktienmarkts vom Beginn der Inversion bis zu seinem Höchststand betrug 15% und war nur in einem Fall negativ (Ölpreiskrise 1973. Hier erreichte der Aktienmarkt seinen Höhepunkt vor der Inversion). Die Schlussfolgerungen lauten wie folgt: (1) Die derzeitige Inversion ist aus unserer Sicht noch nicht signifikant. (2) Bei vorzeitigem Verkauf von Aktien kann viel Performance verloren gehen.

Währungen

USD-Stärke und kein Ende in Sicht?

USA

- Der USD wertete im April vs. alle Hauptwährungen auf, bedingt durch höhere Renditen auf Staatsanleihen, aggressivere Markterwartungen bezüglich Zinserhöhungen des Fed und anhaltende geopolitische Risiken.
- Der US-Dollar-Index DXY, der an einem Korb wichtiger Währungen gemessen wird, legte seit Jahresbeginn um mehr als 8% zu und erreichte den höchsten Stand seit 2002.

Eurozone

- Der EUR büsste vs. den USD im April rund 5% ein, blieb aber vs. andere europäische Währungen wie GBP, CHF, SEK oder NOK überraschend stabil.
- Die Inflation steigt im Euroraum weiter an. Wir erwarten nun einen noch früheren Beginn der geldpolitischen Normalisierung und rechnen mit einem ersten Zinsschritt im dritten Quartal 2022. 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. Für die nächsten vier Wochen ist unsere Sicht auf EUR/USD neutral.

Grossbritannien

- Auch GBP/USD fiel der breit abgestützten USD-Stärke zum Opfer und verlor im April rund 5%.
- Unsere Sicht auf GBP/USD und GBP/EUR für die nächsten vier Wochen ist neutral.

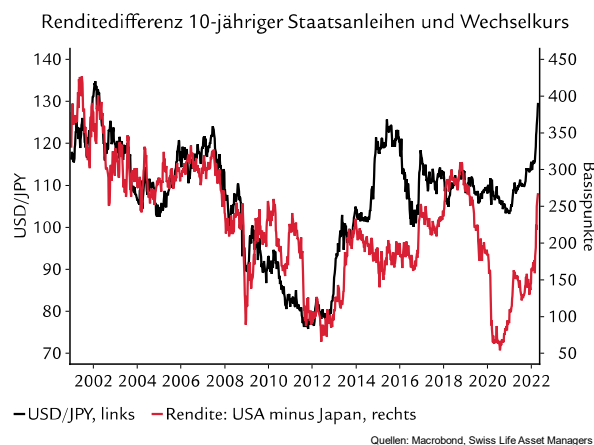
Schweiz

- Im April schwankte EUR/CHF um 1.02. Wie andere europäische Währungen verlor der CHF vs. den USD rund 5%.
- Da der CHF im aktuellen geopolitischen Umfeld gefragt bleiben dürfte, halten wir an unserer negativen Sicht auf EUR/CHF fest.

Japan

- Wie schon im März war der JPY im April erneut die schwächste Industrieländerwährung, weil die Bank of Japan den Markt mit einer äusserst expansiven Rhetorik zu ihrem geldpolitischen Ausblick überraschte.
- USD/JPY erreichte ein 20-Jahres-Hoch. Bei diesem hohen Niveau ist unsere Sicht auf USD/JPY neutral.

USD/JPY auf 20-Jahres-Hoch



Unsere Prognose eines neutralen USD in der letzten Ausgabe war verfrüht. Der USD wertete im April weiter auf und schlug alle wichtigen Industrie- und Schwellenländerwährungen. Der Anstieg war vs. den JPY erneut besonders stark. Am 28. April bekräftigte die Bank of Japan ihre Politik der Zinskurvenkontrolle, mit der die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen auf 0.25% begrenzt werden soll. Viele Beobachter hatten zumindest mit einem rhetorischen Druck der Zentralbank gegen den grossen JPY-Ausverkauf gerechnet, der Politiker und Haushalte zu beunruhigen begann. Da die zehnjährigen Renditen in Japan somit bei nahe null eingefroren sind und die zehnjährigen US-Renditen weiter anstiegen, erhöhte sich die Renditedifferenz (Carry) weiter und trieb den USD/JPY-Wechselkurs zum ersten Mal seit April 2002 auf über 130. Der USD wertete auch vs. den EUR auf, obwohl die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum infolge der höheren Erwartungen bezüglich Straffung der EZB-Geldpolitik anzogen. Grund für die anhaltende Schwäche des EUR könnte der Ukrainekrieg und das latente Risiko eines plötzlichen Gasstopps sein, der die Eurozone in eine Rezession stürzen könnte.

Bei den aktuellen USD-Wechselkursen bleibt unsere Sicht gegenüber EUR, GBP und JPY in den nächsten Wochen neutral, da die Bewegung der US-Renditen bereits weit genug gegangen ist und die Markterwartungen zum Leitzinspfad des Fed vielleicht etwas übertrieben sind. Bei EUR/CHF bleiben wir negativ, weil die hartnäckig hohe Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone den «fairen» EUR/CHF-Wechselkurs weiter drückt. Zudem dürfte der CHF im derzeitigen geopolitischen Umfeld attraktiv bleiben.

Swiss Life Asset Managers



Patrick Haas
Portfolio Manager Fixed Income
patrick.haas@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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Mai 2022 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Erneut negativer Monat für Anleihen und Aktien

Zusammenfassung

- Die Unsicherheit rund um den Ukrainekrieg bleibt ein grosses Risiko für die Finanzmärkte. Wegen des Angebotschocks im Energiesektor steigen Inflationsraten und -erwartungen weiter. Die Zentralbanken der Industrieländer werden immer restriktiver.
- Die finanziellen Bedingungen verschärfen sich aufgrund steigender Zinsen, der Zinserhöhungen durch die Zentralbanken und der restriktiveren Kreditvergabe durch die Banken. Die Realzinsen in den USA liegen nun bei rund null.
- Stagflations- und Rezessionsrisiken nehmen deutlich zu, aber keines dürfte auf kurze Sicht eintreten. Es gibt erste vorsichtige Anzeichen, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat.
- Wir bevorzugen weiterhin Sachwerte (Aktien, Immobilien) gegenüber Nominalanlagen (Cash, sichere Anleihen).

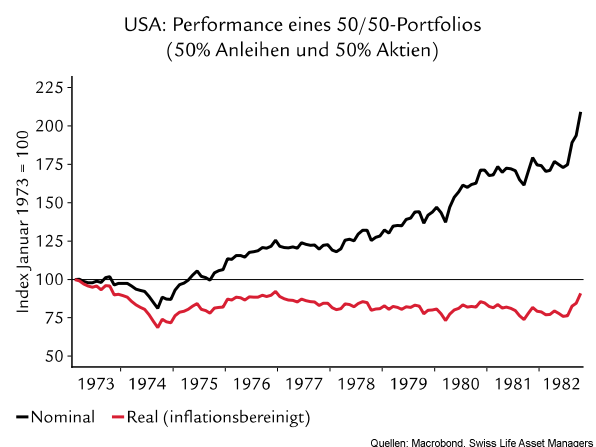
Zinsen und Anleihen

- In Industrieländern stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen seit Jahresbeginn um 100 bis 130 Basispunkte (BP). Im April legten die Renditen um weitere 20 bis 50 BP zu. Die aktuelle Korrektur bei Staatsanleihen ist die grösste in der Geschichte.
- Investment-Grade-Unternehmensanleihen verloren seit Jahresbeginn 10.7%, High-Yield- und Schwellenländeranleihen 7.5% bzw. 14.0%.
- Bei den aktuellen Renditen werden Anleihen immer attraktiver. Eine Rendite von 4 bis 5% für US-Firmenanleihen macht das TINA-Argument («there is no alternative») für Aktien weniger überzeugend.

Aktien

- Die Aktienmärkte der Industrieländer büssten seit Jahresbeginn 12.7% ein, die Schwellenländer 14.8%. Im April korrigierten die Märkte stark. Globale Aktien verloren 7.9%, die Schwellenländer 8.4%.
- Die Marktentwicklung im ersten Jahr nach geopolitischen Krisen, Zinskurveninversionen und ersten Zinsschritten war historisch jeweils viel positiver als erwartet, mit oft zweistelligen Renditen.

Negative Realrenditen in der Stagflation der 1970er-Jahre



Stagflation – sehr niedriges Wachstum und hohe Inflation – bereitet derzeit den Märkten Sorge. In den 70er-Jahren, als die Stagflation etwa zehn Jahre dauerte, hatten die Kapitalmärkte v. a. real gesehen (d. h. inflationsbereinigt) zu kämpfen. Die Aktienmärkte brachen 1973 stark ein und konnten ihre Verluste nominal erst 1978 wieder aufholen. Nach 1973 halbierte sich die Bewertung und das Kurs-Gewinn-Verhältnis blieb bis 1982 meistens unter 10 trotz Gewinnwachstum von ca. 200%. Anleihen entwickelten sich besser als Aktien, die Realrendite war aber für beide Anlageklassen negativ. Ein 50/50-Portfolio stieg zwischen Anfang 1973 und Ende 1982 nominal um rund 100% und verlor real 20% (s. Grafik). Gold und Öl hingegen legten in den 70er-Jahren um das 14-Fache zu. Es gibt Ähnlichkeiten zwischen der heutigen und der damaligen Situation (Aktienbewertung, Angebotschocks), aber auch grosse Unterschiede (Energieintensität, politische Lage, geldpolitischer Kurs, Zinsniveau).

Konsequenzen für das Portfolio

Der wirtschaftlichen Auswirkungen des Kriegs bergen erhebliche Risiken. Das Rezessionsrisiko bleibt aber begrenzt und die Inflation könnte ihren Höhepunkt erreicht haben. Wir bleiben bei Aktien neutral und bei anderen Realwerten wie Immobilien Übergewichtet.

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.