

Juni 2022

Kernaussagen

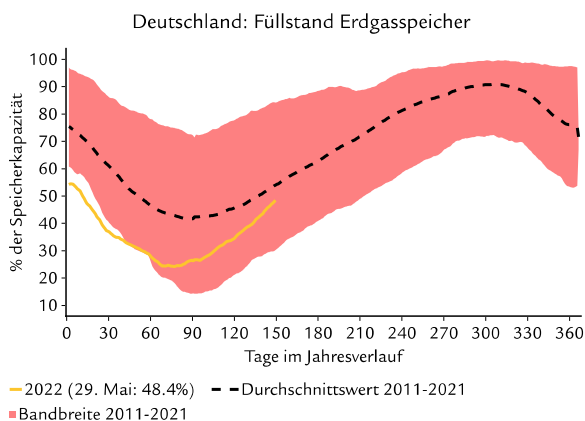
- Unser mittelfristiges Basisszenario enthält den Beginn einer milden Rezession in den USA im Jahr 2023
- Abkehr Chinas von Null-Covid-Politik ab 2023 wirkt sich zwischenzeitlich positiv für Europa und Japan aus
- Der Inflationshöhepunkt ist in den USA wohl überschritten, Europa folgt mit Verzögerung im dritten Quartal

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	2.7% ↓	2.8% ↓	1.5% ↓	2.1% ↓	7.4% ↑	7.2% ↑	3.2% ↑	3.3% ↑
Eurozone	2.6% ↓	2.7% ↓	2.0%	2.2% ↓	6.3% ↑	6.8% ↑	2.5% ↑	2.6% ↑
Deutschland	1.9% ↓	2.0% ↓	2.2%	2.4% ↓	6.4% ↑	6.6% ↑	2.9% ↑	3.0% ↑
Frankreich	2.9% ↓	2.9% ↓	1.5%	1.7% ↓	4.2% ↑	4.5% ↑	2.3% ↑	2.3% ↑
Grossbritannien	3.9% ↓	3.8% ↓	0.9% ↓	1.0% ↓	7.3% ↑	7.8% ↑	4.0% ↑	4.3% ↑
Schweiz	2.5%	2.6%	1.2% ↓	1.8%	2.1% ↑	2.1% ↑	1.1% ↑	1.0% ↑
Japan	1.6% ↓	2.0% ↓	1.6%	1.9% ↑	1.7%	1.7% ↑	0.7%	1.1% ↑
China	4.3% ↓	4.7% ↓	5.2%	5.1%	2.3%	2.2% ↑	2.0%	2.3% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. Mai 2022

Grafik des Monats



Jegliche Szenarien zur Inflation und zur weiteren Konjunktur­dynamik in Europa hängen in hohem Mass mit dem Krieg in der Ukraine und mit der Verfügbarkeit von Gas zusammen. Die europäischen Abnehmer­länder streben die Unabhängigkeit von russischen Gas­lieferungen an. Hierfür müssen Voraussetzungen zur Einfuhr von Flüssiggas geschaffen werden. Kurzfristig ist sicherzustellen, dass die Erdgasspeicher vor der kommenden Heizperiode ausreichend gefüllt sind. Der Füllstand der deutschen Erdgasspeicher zeigt den Erfolg der bisherigen Bemühungen: Per 29. Mai waren die Speicher zu 48.4% gefüllt. Für die Jahreszeit entspricht dies immer noch einem leicht unterdurchschnittlichen Wert.

USA

Weiche Landung oder Rezession?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.7%	2022: 2.8%
2023: 1.5%	2023: 2.1%

Trotz deutlich gestiegenen Zinsen, insbesondere auch am Hypothekemarkt, befindet sich die US-Wirtschaft unserer Meinung nach nicht unmittelbar vor der nächsten Rezession. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor überstrapaziert, die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion waren zuletzt robust und der Einkaufsmanagerindex bleibt im Wachstumsbereich. Historisch betrachtet konnte das Fed jedoch in rund 80% der Zinserhöhungszyklen keine Rezession vermeiden. Den letzten Erfolg im Jahr 1994 verzeichnete es in einer Zeit strukturell abnehmender Inflation und steigender Produktivität, beides Faktoren, die heute fehlen. Unterstützende Faktoren heute könnten die robuste Verfassung der Haushaltsfinanzen, der Spielraum am Arbeitsmarkt, sowohl via Normalisierung bei der Erwerbsbeteiligung als auch bei der Nachfrage nach Arbeitnehmenden, sowie eine rasche Entspannung bei den Lieferengpässen und den Energiepreisen sein. Gerade die Verfassung der Haushalte und des Arbeitsmarkts könnten das Fed aber auch zwingen, die Zinsen stärker als geplant anheben zu müssen, um die gewünschten Effekte zu erzielen. Aufgrund dieser Abwägungen halten wir eine milde Rezession ohne Kreditkrise in den nächsten zwei Jahren für wahrscheinlich. Als Blaupause stützen wir uns auf die Entwicklung von 2001.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.4%	2022: 7.2%
2023: 3.2%	2023: 3.3%

Die US-Inflation sank im April auf 8.3% und dürfte damit ihren zyklischen Höhepunkt hinter sich gelassen haben. Auch die Kerninflation sank weiter auf 6.2% und die Energiepreise verzeichneten ihren ersten Rückgang seit April 2021. Allerdings zog die Inflation der Kerndienstleistungspreise, jener Komponente, auf welche die Geldpolitik Einfluss nehmen kann, weiter an und betrug im April 9.0%.

Eurozone

Lohndruck nimmt zu

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.6%	2022: 2.7%
2023: 2.0%	2023: 2.2%

Europas Wirtschaft sieht sich mehrfachem Gegenwind ausgesetzt. Als Spätfolge der Pandemie und der anhaltenden Null-Covid-Politik der chinesischen Regierung kämpfen die Industriefirmen weiterhin mit Lieferkettenproblemen. Gleichzeitig bleibt die Nachfrage aus China gedämpft. Mit dem Krieg in der Ukraine verschärfen sich die Probleme zusätzlich, aus Unternehmenssicht besonders deutlich in Form nochmals höherer Energiepreise. Die Länder der Währungsunion werden unterschiedlich rasch unabhängig von russischen Gaslieferungen werden (siehe Grafik des Monats auf Seite 1). Die steigende Inflation zwingt die Europäische Zentralbank (EZB), im Laufe des Sommers erste Zinserhöhungen vorzunehmen. Von höheren Finanzierungskosten sind private und staatliche Schuldner innerhalb der Währungsunion ähnlich wie bei einem möglichen Energieembargo unterschiedlich betroffen. Zehn Jahre nach Mario Draghis Versprechen als damaliger EZB-Präsident, den Euro zu retten, steht er jetzt als Ministerpräsident Italiens dem Land vor, das durch höhere Zinsen unmittelbar am stärksten gefährdet wäre. Auf der positiven Seite dürfte Europa über einen Zeitraum von zwölf Monaten von einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in China profitieren. Nach einem Zwischenhoch in der ersten Jahreshälfte 2023 dürften die Rezessionsrisiken aber auch in Europa allmählich zunehmen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.3%	2022: 6.8%
2023: 2.5%	2023: 2.6%

Die vorläufigen Schätzungen zur Inflationsrate für den Monat Mai zeigen mit Ausnahme der Niederlande in allen Mitgliedsstaaten der Währungsunion einen nochmaligen Anstieg der Jahreststeuerung an. Auch unter Ausschluss der besonders stark gestiegenen Preise für Energie nimmt der Inflationsdruck weiter zu. Es wird immer deutlicher, dass die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik rascher normalisieren muss als bisher beabsichtigt.

Deutschland Industrie schwächelt weiter

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.9%	2022: 2.0%
2023: 2.2%	2023: 2.4%

Deutschlands Industrie brach im März um 3.9% ein und enttäuschte damit die Erwartungen von -1%. Haupttreiber des Rückgangs war das verarbeitende Gewerbe. Insbesondere der Automobilsektor büsste 14% ein. Damit liegt die deutsche Industrie nun wieder rund 10% unter dem Vorpandemieniveau und ist das Schlusslicht unter den grösseren entwickelten Volkswirtschaften. Treiber dafür sind der Krieg in der Ukraine, weiterhin bestehende Lieferengpässe und hohe Energiepreise. Die jüngsten Unternehmensumfragen stimmen allerdings positiver. Das ifo-Geschäftsklima überraschte nach oben, vor allem getrieben durch eine bessere aktuelle Lage als erwartet. Auch die Erwartungen verbesserten sich insgesamt leicht, bleiben aber tief. Eine der stärksten Verbesserungen verzeichneten die Autoproduzenten. Nach dem rasanten Einbruch ihrer Erwartungen im März schwang das Pendel nun ähnlich deutlich in die Gegenrichtung. Auch der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie überraschte in Deutschland mit einem leichten Anstieg auf 54.7. Ein höherer Output- und Beschäftigungsindex waren die Treiber hierfür. Die Bestellungseingänge verweilten aber den zweiten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Insgesamt bleibt die Lage in naher Zukunft herausfordernd. Mittelfristig dürfte Deutschland aber von einer Abkehr Chinas von der Null-Covid-Politik profitieren.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.4%	2022: 6.6%
2023: 2.9%	2023: 3.0%

Nachdem die Inflation im April bei 7.4% lag, zeigen vorläufige Zahlen für den Monat Mai in Deutschland einen Anstieg der Gesamtinflation auf 7.9% an, höher als von uns erwartet. Energie- und Nahrungsmittelpreise dürften erneut die Haupttreiber gewesen sein. Gemäss PMI nahm der Druck bei den Input- und Outputpreisen auf sehr hohen Niveaus weiter ab und der Anteil der Unternehmen, die gemäss ifo-Umfrage in den nächsten drei Monaten ihre Preise erhöhen wollen, sank erstmals seit Monaten leicht.

Frankreich Robuste Binnenkonjunktur

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 2.9%
2023: 1.5%	2023: 1.7%

Auch Frankreichs Wirtschaft kann sich dem geopolitischen Gegenwind nicht entziehen. Eine revidierte Schätzung zum Bruttoinlandsprodukt während der ersten drei Monate des Jahres zeigt einen Rückgang gegenüber dem Vorquartal an. Trotzdem ist Frankreichs Binnenwirtschaft widerstandsfähiger als beispielsweise diejenige Deutschlands. So korrigierte der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Dienstleistungssektoren im Mai nur unwesentlich vom zyklischen Höchstwert aus dem Vormonat. Von der robusten Inlandsnachfrage profitiert auch die Industrie. Gemäss PMI erfuhren Industriefirmen zwar einen Rückgang der Bestellungen aus dem Ausland, die Bestellungen aus dem Inland stiegen aber weiterhin an. Die unternehmerische Zuversicht bleibt auch am Arbeitsmarkt erkennbar. Gemäss Manpower Arbeitsmarktbarometer verbesserten sich die Beschäftigungsaussichten für das dritte Quartal 2022 erneut. Es darf davon ausgegangen werden, dass Frankreich im laufenden Jahr überproportional von der Belebung des grenzüberschreitenden Tourismus profitieren wird. Wie andernorts in Europa auch, belastet der Kaufkraftverlust die französischen Haushalte. Auch wenn die Regierung die Benzinpreise vorübergehend deckelt, liegt die Teuerung weit über dem nominalen Lohnwachstum. Die bevorstehende Normalisierung der Geldpolitik dürfte die Investitionsbereitschaft zudem mittelfristig dämpfen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.2%	2022: 4.5%
2023: 2.3%	2023: 2.3%

Auch wenn die Teuerung unterhalb derjenigen in Deutschland oder Italien liegt, war der Kaufkraftverlust während des Wahlkampfs zur französischen Präsidentschaft bereits ein Thema. Seither ist die Inflationsrate weiter gestiegen. Gemäss harmonisiertem Index der Verbraucherpreise erreichte die Jahresteuierung im Mai einen Wert von 5.8%. Ein ähnlich hoher Wert wurde im Vierteljahrhundert seit Bestehen dieses Teuerungsmasses noch nie erreicht.

Grossbritannien Pessimistische Zentralbank

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.9%	2022: 3.8%
2023: 0.9%	2023: 1.0%

Die Bank of England überraschte die Märkte im Mai mit stark nach unten revidierten Wachstumsprognosen einschliesslich eines negativen Wachstums im vierten Quartal 2022. Ebenfalls im vierten Quartal sieht die Zentralbank die Höchstinflation bei 10%. Über den Prognosehorizont bis 2025 soll die Arbeitslosenquote ausserdem auf 5.5% ansteigen. Mit anderen Worten: Die Zentralbank glaubt nicht daran, dass ihr eine weiche Landung in diesem Zinszyklus gelingen wird. Die Fiskalpolitik versucht derweil mit Unterstützungsmassnahmen die wirtschaftlichen Konsequenzen speziell für die ärmsten Haushalte abzufedern. Wir bleiben in unseren Prognosen etwas konstruktiver, gehen aber ebenfalls von einer Wachstumsabschwächung in den kommenden Quartalen aus. Insbesondere dürfte das laufende Quartal mit 0.1% schwach ausfallen, nachdem bereits das erste Quartal mit 0.8% negativ überraschte. Trotz weiterhin robusten Arbeitsmarktzahlen fiel die Konsumentenstimmung im Mai auf den tiefsten Wert in ihrer Geschichte. Die gestiegenen Lebenshaltungskosten dürften hauptverantwortlich dafür sein. Auch der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Dienstleister hat im April einen starken Einbruch erlitten, bleibt aber im Wachstumsbereich. In der Industrie setzte sich der Abwärtstrend des PMI fort, jedoch immer noch auf komfortablem Niveau. Der Druck auf die Lieferfristen nahm weiter ab.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.3%	2022: 7.8%
2023: 4.0%	2023: 4.3%

Anders als die Bank of England rechnen wir damit, dass die Gesamtinflation mit 9.0% im April ihren Höchststand erreicht hat und sich danach bis Ende Jahr auf rund 7% reduzieren wird. Auch bei der Kernrate der Inflation gehen wir von einer sehr graduellen Entspannung in den kommenden Monaten aus. Ein Aufwärtsrisiko unserer Prognose in der zweiten Jahreshälfte stellt die Anhebung des Energiepreisdeckels durch den britischen Energieregulator Ofgem im Oktober dar.

Schweiz Gemischte Konjunktursignale

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.6%
2023: 1.2%	2023: 1.8%

Die erste offizielle Schätzung zum Bruttoinlandsprodukt der Schweiz im Laufe des ersten Quartals wies ein Wachstum von 0.5% gegenüber dem Vorquartal aus. Damit bewies die schweizerische Volkswirtschaft einmal mehr eine höhere Widerstandsfähigkeit gegenüber geopolitischen Risiken als die der grossen Nachbarländer. Die aktuellen Signale zur Konjunkturdynamik sind zunehmend uneinheitlich: Hochfrequente Indikatoren wie der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität WWA des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) oder die Bewegungsdaten des Flughafens Zürich zeigen seit Mitte April einen deutlichen Aufschwung an. Der Dienstleistungsbereich allgemein und gerade auch der Tourismus im Besonderen blicken zuversichtlich auf die Sommersaison. Die Inlandsnachfrage wird zudem vom äusserst robusten Arbeitsmarkt gestützt. Eine Verlangsamung der Wachstumsdynamik scheint dagegen das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich vorwegzunehmen. Dieses fiel im Mai markant und liegt nun unter dem langjährigen Durchschnittswert. Dieser Indikator berücksichtigt auch Finanzmarktvariablen. Unter diesen sind besonders die Hypothekarzinsen seit Jahresbeginn erheblich angestiegen. Die Bautätigkeit kühlte sich bereits im ersten Quartal 2022 ab. Die Fortsetzung dieses Trends über die kommenden Quartale ist wahrscheinlich.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.1%	2022: 2.1%
2023: 1.1%	2023: 1.0%

Der mit 26% ausgesprochen 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. So werden die Schweizer Haushalte erst im nächsten Jahr zu spüren bekommen, dass die Preise für Strom um bis zu 20% gestiegen sind. Wir tragen diesem Umstand mit einer Erhöhung der Inflationsprognose über den ganzen Zeitraum bis Mitte 2023 Rechnung.

Japan Weitere Erholung prognostiziert

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 2.0%
2023: 1.6%	2023: 1.9%

Das reale Bruttoinlandsprodukt ging in Japan im ersten Quartal um 0.2% zurück. Der Rückgang war insbesondere auf ein hohes Importwachstum zurückzuführen, ein Zeichen robuster inländischer Nachfrage. Dies spiegelt sich auch in relativ stabilen Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen wider. Für das zweite Quartal rechnen wir erneut mit einem positiven Quartalswachstum. Auch danach dürfte sich die wirtschaftliche Erholung, wenn auch in abschwächender Form, fortsetzen. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie verweilte im Mai bei 53.2, wenn auch leicht abgeschwächt, im Wachstumsbereich und der PMI des Dienstleistungssektors erholte sich weiter über die 50-Punkte Schwelle. Allerdings verschärfte sich die Situation bei den Lieferfristen erneut. Die Null-Covid-Politik in China dürfte hier eine grosse Rolle spielen. Sie erklärt auch einen Teil des Einbruchs Japans realer Exporte im April um 5.5%. Einerseits wirkte sich die reduzierte Nachfrage aus China direkt aus, andererseits konnte wohl wegen fehlender chinesischer Zwischen Güter weniger in andere Länder exportiert werden. In unseren Basisannahmen wird China im Verlauf von 2023 von seiner strikten Covid-Politik wegkommen, wovon Japan profitieren dürfte. Japan selbst dürfte spätestens nach den Oberhauswahlen im Juli 2022 die strengen Covid-Massnahmen im Tourismusbereich lockern. Ein solcher Schritt wird sich insbesondere auf den Dienstleistungssektor positiv auswirken.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.7%	2022: 1.7%
2023: 0.7%	2023: 1.1%

Erstmals seit 2014 stieg die Gesamtinflation über das Zentralbankenziel von 2% auf 2.5% im April. Auch die Kerninflation kletterte auf 2.1% von 0.8% im Vormonat. Wir rechnen damit, dass die Gesamtinflation im Mai auf ähnlichem Niveau verharren, aber spätestens im Juli 2022 wieder unter die Marke von 2% fallen wird. Damit besteht für die japanische Zentralbank unmittelbar kein Handlungsbedarf.

China Null-Covid bleibt 2022 bestehen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.3%	2022: 4.7%
2023: 5.2%	2023: 5.1%

Die chinesischen Konjunkturdaten für den Monat April spiegeln die Auswirkungen der jüngsten Omikron-Welle und der strikten Null-Covid-Strategie auf die chinesische Wirtschaft wider. Die Industrieproduktion schrumpfte um 2.9% gegenüber dem Vorjahr, und das Wachstum der Einzelhandelsumsätze lag mit -11.1% deutlich unter den Konsensschätzungen. Gleichzeitig hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt deutlich verschlechtert, da die Arbeitslosenquote in den Städten von 5.8% im März auf 6.1% angestiegen ist. Weil der Lockdown in Shanghai bis in den Mai hinein verlängert wurde, erwarten wir einen weiteren schwachen Monat, der unsere Einschätzung einer BIP-Kontraktion im zweiten Quartal bestätigen wird. Positiv zu vermerken ist, dass die Zahl der Covid-Fälle seit dem Höchststand Mitte April deutlich zurückgegangen ist und dass Shanghai einen Zeitplan für eine schrittweise Wiedereröffnung seiner Wirtschaft angekündigt hat. Zudem halten sich die Covid-Fälle in anderen Provinzen in Grenzen, da die Behörden Vorsichtsmassnahmen ergreifen, um nicht in eine solch chaotische Situation wie in Schanghai zu geraten. Damit sinkt das Risiko einer landesweiten Ausbreitung des Virus. Dennoch belasten die harten Massnahmen und das Festhalten an der Null-Covid Strategie bis mindestens nach dem Parteikongress im Herbst 2022 die chinesische Wirtschaft und stellen ein Abwärtsrisiko für unsere aktuelle Prognose dar.

Inflation

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

Die Inflation in China stieg im April von 1.5% auf 2.1%, aufgrund höherer Lebensmittel- und Energiepreise. Ausserdem führen die Omikron-bedingten Lieferunterbrechungen zu steigenden Transportkosten. Gleichzeitig dämpft aber die Abriegelung die Kerninflation, die bei nur 0.9% lag, da die Unsicherheit bezüglich Einkommensaussichten auf die Stimmung drückt und den Konsum schwächt.

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

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.

Juni 2022

Zinsen und Anleihen

Die Renditen werden attraktiver

USA

- Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen erreichten im Mai ihren Höhepunkt bei knapp 3.1%, bevor sie wegen des Abschwungs bei Risikoanlagen auf rund 2.7% zurückgingen. Die Kreditspannen weiteten sich zunächst um 14 BP aus, schloss den Monat aber weitgehend unverändert ab.
- Sollte sich die Inflation in den kommenden Monaten nicht abschwächen, muss das Fed seine Straffung der Geldpolitik wohl beschleunigen.

Eurozone

- Der EUR-Kreditmarkt entwickelt sich aufgrund der Zurückhaltung der EZB weiterhin unter seinem US-Pendant. Die Kreditspannen weiteten sich im Mai um 16 BP aus und die Zinssätze stiegen leicht an.
- Die Märkte preisen derzeit den ersten Zinsschritt der EZB für Juli und weitere Schritte für die nächsten Sitzungen in einem Umfeld stark steigender Inflation ein. Mittelfristig bleibt unklar, ob die EZB ebenso rigoros handeln wird wie die US-Notenbank.

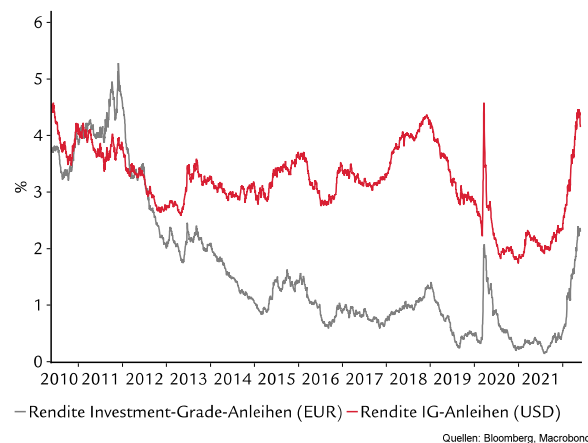
Vereinigtes Königreich

- Im Vereinigten Königreich gingen die Zinssätze innerhalb der ersten zwei Wochen leicht zurück, endeten den Monat aber weitgehend unverändert.
- Die Anhebung des Leitzinses auf 1% und die gleichzeitige Warnung vor drohenden Rezessionsrisiken war für die Märkte schwierig zu verarbeiten. Die BoE erwartet fünf weitere Zinsschritte im Jahr 2022, um die Inflation einzudämmen, was auch das Wachstum abschwächen wird.

Schweiz

- Die Renditen Schweizer Staatsanleihen sanken im Verlauf des Monats Mai weiter und waren damit die Ausnahme. Der Spread gegenüber deutschen Bundesanleihen liegt nun wieder bei –27 BP – ein Niveau wie zuletzt vor der Pandemie.
- Auch die SNB wird restriktiver, obwohl die Inflation in der Schweiz noch relativ begrenzt ist.

Rendite von Investment-Grade-Anleihen in EUR und USD



Mit dem starken Anstieg von Zinssätzen und Kreditspannen verzeichneten Fixed-Income-Fonds den schlechtesten Jahresstart der Geschichte. Die Gesamtrenditen von US-Investment-Grade-Anleihen (IG) lagen Ende Mai bei –11.5%, die EUR-Pendants gaben mit –8.2% etwas weniger nach. Derweil bleibt die Inflation hoch, die geopolitischen Spannungen sind gross und Rezessionsängste nehmen zu, was den Appetit für Risikoanlagen mindert. IG-Anleihen werden jedoch wieder attraktiv. Die Renditen von EUR-IG-Anleihen liegen aktuell bei 2.3% und damit auf dem Niveau von 2013. Auch US-IG bietet attraktive Renditen von 4.15%, nahe den Höchstwerten im Dezember 2018 oder beim Ausbruch der Corona-Pandemie. Während sich die Kreditspannen in einem abflauenden Wachstumsumfeld weiter ausweiten könnten, dürften die Zinssätze wieder eine Absicherung gegen einen Rückgang bei den Risikoanlagen bilden. Ausserdem dürften wir bei Inflation und Wachstum einen Höhepunkt erreicht haben, was historisch ein guter Zeitpunkt für Investitionen in Staatsanleihen war. Vorerst bleiben wir bei Duration und Risiko jedoch vorsichtig. Wir erwarten zwar einen kurzfristigen Rückgang der Kreditspannen, aber wir würden diese Marktentwicklung nutzen, um den Anteil zyklischer Emittenten oder jener mit tieferem Rating zu reduzieren.

Aktien

Attraktivität vs. Anleihen reduziert

USA

- Im Mai war der US-Markt sehr volatil. Bis am 20. Mai büsste er 5% ein, aber eine starke Rally führte Ende Monat zu einem deutlich tieferen Verlust von 0.3%. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt – 14.1%.
- Die Bewertung ist in den letzten Monaten zurückgegangen, aber der US-Markt ist absolut und relativ (gegenüber anderen Aktienmärkten) immer noch teuer.
- Die US-Geldpolitik bleibt die restriktivste.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone legte im Mai um 0.6% zu und verlor 2022 bisher 10.4%.
- Die Berichtssaison lieferte ausgezeichnete Ergebnisse, trotz Auswirkungen des Ukrainekrieges.
- Die Geldpolitik ist ein zweischneidiges Schwert für die Eurozone: Einerseits ist sie noch viel lockerer als in den USA, andererseits besteht ein klares Bedürfnis nach einer Straffung.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Aktienmarkt schnitt dieses Jahr bisher am besten ab. Der Markt legte im Mai um 1.3% und 2022 um 7.2% zu.
- Er weist von allen grossen Märkten die tiefste Bewertung und die zyklischste Sektorallokation auf. Beispielsweise beträgt der Anteil des Energiesektors 14% gegenüber nur 5% in den Industrieländern.

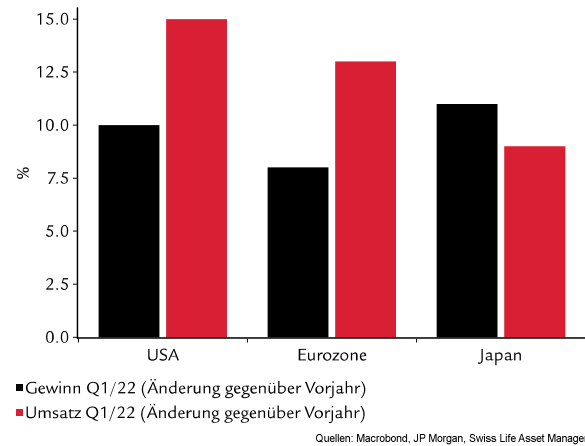
Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt büsste im Mai 4.5% ein, seit Jahresbeginn 9.4%. Gegen Monatsende fand im Vergleich zu anderen Märkten keine Erholung statt.
- Die vergleichsweise geringe Performance ist primär auf einen sehr schwachen Monat für Roche und Nestlé zurückzuführen. Diese beiden Aktien weisen im SPI zusammen eine Gewichtung von 32% auf und verloren im Mai 7 bzw. 10%.

Schwellenländer

- Die Schwellenländeraktien legten im Mai um 0.4% zu, gingen aber seit Jahresbeginn um –11.8% zurück.
- Schwellenländer haben mehrere Probleme: eine schwache chinesische Wirtschaft, hohe Lebensmittel- und Agrarpreise, steigende US-Renditen und schwere Auswirkungen des Ukrainekrieges.
- Die Bewertung ist attraktiv, aber Bedenken zu China rechtfertigen vorerst eine vorsichtige Haltung.

Berichtssaison, Gewinnprognose und -bewertung.



Die Berichtssaison für das 1. Quartal 2022 ging mit insgesamt sehr guten Ergebnissen zu Ende. Das Gewinnwachstum (gegenüber dem 1. Quartal 2021) liegt zwischen 8 und 11% und die Umsätze stiegen noch stärker. Damit wurden in dieser Berichtssaison die Erwartungen zwischen 2 und 14% übertroffen. Von diesen positiven Überraschungen haben die Erwartungen für das ganze Kalenderjahr 2022 profitiert, die trotz Sorgen um steigende Inflation, höhere Zinssätze und Ukrainekrieg höher liegen als zu Jahresbeginn. Weil die Analysten ihre Gewinnwachstumsschätzungen für das ganze Jahr anhoben, kamen die Gewinnrevisionen (Aufwärts- minus Abwärtskorrekturen) wieder in den positiven Bereich. Für 2023 wurden die Erwartungen nur marginal gesenkt. Sollten diese Wachstumsraten eintreten, sind die meisten Aktienmärkte derzeit gemäss Kurs-Gewinn-Verhältnis oder tiefer eingepreist. Der Ertragsausblick und der Bewertungszeitpunkt deuten auf vernünftig bewertete Aktienmärkte hin, die sich erholen könnten, sobald sich die Ängste vor anhaltend hoher Inflation, Stagflation und Kriegsfolgen gelegt haben. Andererseits sind Anleihen im Vergleich zu Aktien deutlich attraktiver geworden, weshalb das Argument, es gebe keine Alternative, weniger Bedeutung hat als noch vor einigen Monaten.

Währungen

Engagierteres Fed dürfte USD-Stärke verursachen

USA

- Im Mai wertete der USD gegenüber Euro und Schweizer Franken leicht ab, weil die Märkte einen früheren Beginn der Normalisierung der Geldpolitik durch die EZB und die SNB einzupreisen begannen.
- Unserer Ansicht nach bleibt das Fed bei der Inflationsbekämpfung stärker engagiert als seine Pendanten in Europa, was unsere Einschätzung eines stärkeren Dollars erklärt.

Eurozone

- Angesichts der erneuten Inflationsbeschleunigung im Mai muss die EZB mit der geldpolitischen Normalisierung früher als erwartet beginnen. Erste Zinsschritte sind inzwischen voll eingepreist.
- Insgesamt ist die EZB weniger entschlossen, die Inflation rigoros zu bekämpfen als das Fed. Wir rechnen daher mit einer erneuten Euro-Schwäche, sobald die EZB die Zinsen anzuheben beginnt.

Vereinigtes Königreich

- GBP/USD wird parallel zur erwarteten Dollaraufwertung in den kommenden Wochen sinken.
- Aufwärtsrisiken für das Pfund wären eine restriktivere Haltung der Bank of England oder eine bessere Risikostimmung der Anleger.

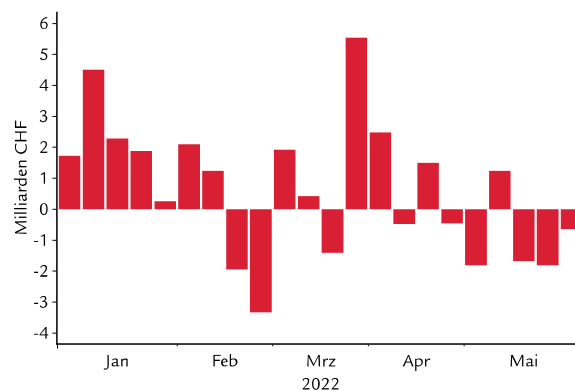
Schweiz

- Den rückläufigen Sichteinlagen der heimischen Banken nach zu urteilen, hat die SNB im Mai auf Interventionen an den Devisenmärkten verzichtet.
- Da der CHF im aktuellen geopolitischen Umfeld gefragt bleiben dürfte, halten wir an unserer negativen Sicht auf EUR/CHF fest.

Japan

- Die Bank of Japan ist die letzte moderat agierende Zentralbank. Ihre Rhetorik zum geldpolitischen Ausblick bleibt unverändert.
- USD/JPY befindet sich fast in einem 20-Jahres-Hoch. Bei diesen hohen Niveaus ist unsere Sicht auf USD/JPY neutral.

Schweiz: Rückgang der Sichteinlagen



■ SNB-Sichteinlagen inländischer Banken (Änderung gegenüber Vorwochen)

Quellen: SNB, Bloomberg, Macrobond

Eine zu Quartalsbeginn erwartete Entwicklung hat sich im Mai bewahrheitet: Der USD schwächte sich gegenüber allen grossen Industriewährungen ab. Grund dafür waren die Anpassungen der Markterwartungen zur geldpolitischen Normalisierung durch die EZB bzw. die SNB. Die Euro-Aufwertung dürfte sich als temporär erweisen, auch wenn die Einlagesätze im Euroraum in den nächsten zwölf Monaten positiv werden sollten. Die EZB geht gegen die Inflation weniger entschlossen vor als das Fed. Die Realzinsdifferenzen dürften den USD also künftig stützen. Im Gegensatz zu unseren Annahmen zu Jahresbeginn gehen wir nun davon aus, dass auch die SNB im 2. Halbjahr 2022 die Zinsen anheben wird – zum ersten Mal seit 2007. Die SNB intervenierte zuletzt weniger an den Devisenmärkten und gemäss dem Umfang der Sichteinlagen inländischer Banken im Mai gar nicht (siehe Grafik). Wir schliessen daraus, dass die SNB eine gewisse Toleranz hegt, den CHF gegenüber dem Euro aufwerten zu lassen, und gehen weiter davon aus, dass EUR/CHF in Richtung Parität tendiert. Das hartnäckig hohe Inflationsgefälle zwischen Schweiz und Euroraum treibt den «fairen» Wert des Wechselkurses EUR/CHF immer weiter nach unten. Weitere negative Meldungen zum Ukrainekrieg und die latente Gefahr eines plötzlichen Gaslieferstopps, die den Euroraum in eine Rezession stürzen könnten, könnten den Euro zusätzlich unter Druck setzen. Eine Deeskalation des Ukrainekriegs oder potenzieller zyklischer Rückenwind für die europäische Wirtschaft bei einer Abkehr Chinas von seiner «Null-Covid-Politik» stellen Risiken für unsere Einschätzung eines gegenüber USD und CHF schwächeren Euros dar. Beides ist zumindest kurzfristig unwahrscheinlich.

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 VII's or 1, NO-0161 Oslo.

Juni 2022 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Unruhiger Mai

Zusammenfassung

- Wir sehen einen Strukturbruch in der Wirtschafts- und Marktentwicklung: Die Ära ultraexpansiver Geldpolitik, tiefer Inflation, sinkender Zinsen und unwichtiger Bewertungen geht zu Ende.
- Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich, während die Inflation auf dem höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten steht. Zumindest in den USA scheint die Inflation ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Frühindikatoren für das Wirtschaftswachstum zeigen keine unmittelbare Rezession an.
- Anleihen und Aktien werden attraktiver bewertet, sind aber immer noch teuer. Anleihen sind relativ attraktiver geworden, weil die Nominalrenditen deutlich positiv sind und ausser in Europa bei oder über den Aktienrenditen liegen.
- Wir bevorzugen Risikoanlagen mittelfristig immer noch, bleiben aber vorerst vorsichtig.

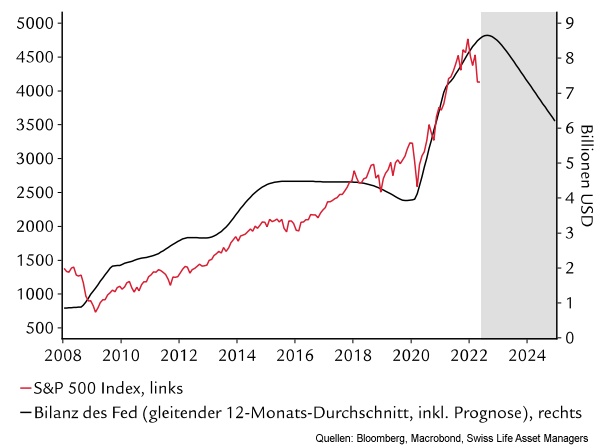
Zinsen und Anleihen

- Die Renditen auf Staatsanleihen stiegen seit Jahresbeginn um rund 1.0 bis 1.5 Prozentpunkte. Im Mai blieben die Zinsen in den USA und der Schweiz fast unverändert, im Euroraum legten sie um rund 0.2 Prozentpunkte zu.
- Investment-Grade-Unternehmensanleihen verloren seit Jahresbeginn 11.3%, High-Yield- und Schwellenländeranleihen 8.9% bzw. 14.8%.
- Die SNB und die EZB dürften in den kommenden Monaten eine Zinserhöhung einleiten, und das Fed dürfte seinen Zinserhöhungszyklus fortsetzen.

Aktien

- Die Aktienmärkte von Industrieländern haben seit Jahresbeginn 13.0% eingebüsst, diejenigen von Schwellenländern 11.8%. Im Mai legten globale Aktien um 0.1% zu, Schwellenländer um 0.4%.
- Gewinnwachstum und -revisionen sind weiterhin positiv. Die strukturellen Veränderungen und die tieferen Risikoprämien für Aktien sind jedoch eine Herausforderung. Die Volatilität an den Aktienmärkten dürfte hoch bleiben.

Auswirkungen des Endes der Billiggeldperiode



Die Periode grosser geld- und fiskalpolitischer Impulse, die mit der Finanzkrise 2008 begann, ist weitgehend vorbei. Die Zentralbanken stellen die quantitative Lockerung ein und beginnen ihre Leitzinsen anzuheben. Die hohe Verschuldung und steigende Zinsen zwingen die Regierungen zu mehr Disziplin. Dieser strukturelle Bruch hat grosse Auswirkungen auf die Finanzmärkte: 1. Der Rückenwind sinkender Zinssätze wandelt sich in Gegenwind. 2. Die grossen Liquiditätsspritzen, die alle Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Immobilien) unterstützten, entfallen. 3. Veränderungen im Lieferkettenmanagement und eine geringere Globalisierung könnten zu höheren durchschnittlichen Inflationsraten führen. 4. Fundamentaldaten (Bewertung) und Risikomanagement werden wichtiger. Weiter verliert das Argument, Dividenden seien die neuen Anleiherenditen und es gäbe keine Alternative zu Aktien, mit globalen Unternehmensanleiherenditen zwischen 2% und 5% an Bedeutung.

Konsequenzen für das Portfolio

Mit einer Übergewichtung von Barmitteln und Immobilien bleiben wir vorsichtig. Anleihen bleiben untergewichtet, unsere Aktiengewichtung ist neutral. Sobald sich Möglichkeiten ergeben, werden wir unsere vorhandenen Barbestände investieren.

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.