

Mai 2023

Kernaussagen

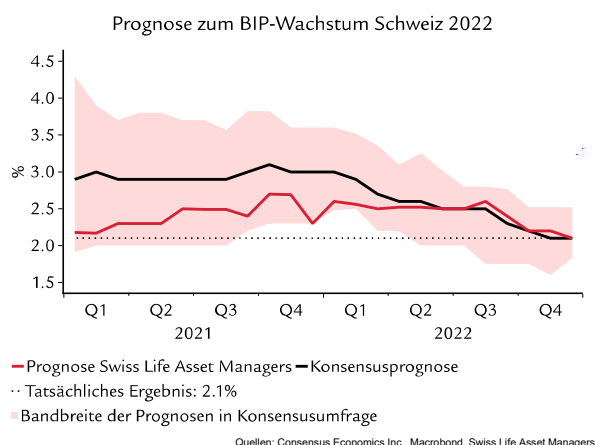
- USA: Die prognostizierte konjunkturelle Abkühlung zeigt sich noch nicht in den Daten
- Eurozone: Der Dienstleistungssektor gewinnt weiter an Schwung, während die Industrie schwächelt
- China: Die offiziellen BIP-Zahlen für das 1. Quartal bestätigten die erwartete konsumgetriebene Erholung

Prognosevergleich

	2023 BIP-Wachstum		2024 BIP-Wachstum		2023 Inflation		2024 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	0.9%	1.1% ↑	0.6%	0.7% ↓	4.2%	4.3% ↑	2.5%	2.6%
Eurozone	0.7%	0.7% ↑	0.9%	1.0% ↓	5.8% ↓	5.5% ↓	2.5% ↓	2.4%
Deutschland	0.3%	0.1% ↑	0.8%	1.2% ↓	6.2% ↑	6.1% ↑	2.4%	2.7%
Frankreich	0.5%	0.5%	1.0%	1.0% ↓	4.9% ↑	5.3% ↑	2.2%	2.7% ↑
Italien	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	6.3% ↓	6.0% ↓	2.2%	2.4%
Spanien	1.2%	1.4% ↑	1.3%	1.8%	4.6% ↓	4.0% ↓	2.7%	2.8% ↑
Grossbritannien	-0.1% ↑	-0.2% ↑	0.6%	0.8% ↑	6.9% ↑	6.4%	2.7%	2.8% ↓
Schweiz	0.7%	0.7%	1.5%	1.5% ↓	2.3%	2.6% ↑	1.5%	1.5% ↑
Japan	0.9%	1.1% ↑	0.6%	1.1%	2.4%	2.5% ↑	0.7%	1.4% ↑
China	5.8% ↑	5.5% ↑	5.2%	5.1% ↓	2.2%	2.2% ↓	2.4%	2.4%

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

Grafik des Monats



Consensus Economics, der weltweit führende Anbieter von makroökonomischen Prognose-Umfragen, vergibt jährlich eine Auszeichnung für die beste Konjunkturprognose. Mit den Prognosen zu 2022 für die Schweiz steht das Research-Team von Swiss Life Asset Managers zum fünften Mal in den letzten Jahren zuoberst auf dem Siegereppchen des Forecast Accuracy Award. Im Rückblick auf das herausfordernde Jahr 2022 zeigt sich, dass unsere Prozesse zur Abschätzung des BIP-Wachstums funktionieren. Das Schaubild zeigt die historische Entwicklung der Prognosen zum BIP-Wachstum in der Schweiz zwischen Januar 2021 und Dezember 2022.

USA Euphorie ist fehl am Platz

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.9%	2023: 1.1%
2024: 0.6%	2024: 0.7%

Seit den Turbulenzen im US-Bankensektor im März hat sich die Lage zwischenzeitlich beruhigt. Die Finanzmärkte setzten zur Erholung an und die Wirtschaftsdaten zeigten eine solide Verfassung der US-Wirtschaft. Wir möchten allerdings vor übermässigem Optimismus warnen. Der Depositenabfluss aus dem US-Bankensystem ist in den vergangenen Wochen weiter vorangeschritten, weil die Zinsen auf alternative Anlagen wie Geldmarktfonds nach wie vor deutlich attraktiver sind. Dank der Massnahmen der Behörden, insbesondere des neuen Liquiditätsprogramms der US-Notenbank, droht unseres Erachtens keine systemische Bankenkrise. Aber gemäss Umfrage unter amerikanischen KMU ist die Verfügbarkeit von Krediten nicht zuletzt wegen der Probleme bei Regionalbanken weiter zurückgegangen. Selbst im bisher grundsoliden US-Arbeitsmarkt stehen nicht mehr alle Zeichen auf Grün. Die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung steigen seit Herbst 2022 graduell an. Zudem gehen die Stellen in der Branche Temporärarbeit im Vorjahresvergleich zurück. Es handelt sich zwar um einen kleinen Sektor, der aber der Konjunktur vorläuft und in den Rezessionen 2001 und 2008/2009 als Frühwarnindikator für die Trendwende am Arbeitsmarkt gedient hat.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.2%	2023: 4.3%
2024: 2.5%	2024: 2.6%

Die Inflationszahlen vom März lagen weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen. Tiefere Energiepreise und Basiseffekte sorgten für einen deutlichen Rückgang der Gesamtinflation von 6.0% auf 5.0%. Bei der Zusammensetzung der Kerninflation (5.6% im März) fiel insbesondere der Rückgang der Wohnkosteninflation auf, die endlich die Abkühlung auf dem US-Immobilienmarkt widerspiegelt. Ausserhalb des Bereichs Wohnen hielt sich allerdings die Dienstleistungsinflation hartnäckig. Folglich geben auch die jüngsten Inflationszahlen noch keine Entwarnung für die US-Notenbank.

Eurozone Achtung Lücke!

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 0.9%	2024: 1.0%

Gemäss ersten Zahlen für den Einkaufsmanagerindex (PMI) im April startete die Eurozone mit Schwung in das zweite Quartal, was unsere Annahme einer temporären Beschleunigung des Wachstums vor der Abschwächung im zweiten Halbjahr bestätigt. Der PMI-Anstieg war aber ausschliesslich durch den Dienstleistungssektor getrieben, wo der Wert auf den höchsten Stand seit Mai 2022 kletterte. Der Industrie-PMI fiel hingegen weiter unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Damit öffnete sich die Lücke zwischen den beiden Sektoren auf historische Höchststände. Der Graben ist bei den Bestellungseingängen besonders gross. Die Industrie verzeichnete hier wieder einen stärkeren Rückgang, nachdem sich dieser seit Oktober 2022 verlangsamt hatte. Bei den Dienstleistungen setzte sich hingegen der positive Trend seit November 2022 fort. Auch bei der Beschäftigungskomponente steigt die Kluft: Zwar befindet sie sich in der Industrie oberhalb der Wachstumsgrenze, sah aber im April eine weitere Verlangsamung. Die Dienstleister hingegen verzeichneten ein so starkes Beschäftigungswachstum wie zuletzt im Sommer 2007. Neben der Verlagerung des Konsums von Gütern zu Dienstleistungen erklärt wohl auch die höhere Sensitivität der Industrie auf die gestiegenen Zinsen diese historische Lücke.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.8%	2023: 5.5%
2024: 2.5%	2024: 2.4%

Der Beitrag der Energiepreise zur Gesamtinflation war im März erstmals negativ und damit Haupttreiber des Inflationsrückgangs von 8.5% auf 6.9%. Die monatliche Veränderung der Energiepreise war in Italien und Spanien negativ, in Deutschland und Frankreich aber noch positiv. Die negativen Basiseffekte werden über die nächsten Monate grösser werden. Wichtiger bleibt aber aus Zentralbankensicht die Entwicklung der Kerninflation, welche Energie und Nahrungsmittel ausschliesst. Hier blieb der Beitrag sowohl der Dienstleistungen als auch der Güter im März hoch und dürfte gerade bei Ersteren noch weiter ansteigen.

Deutschland Bremspuren im Bausektor

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.3%	2023: 0.1%
2024: 0.8%	2024: 1.2%

Eine erneute positive Überraschung bei der Februar-Industrieproduktion bestätigte die Wachstumserholung zu Jahresbeginn. Gemäss Einkaufsmanagerindex bleibt das Momentum auch im zweiten Quartal positiv, allerdings getrieben durch den Dienstleistungssektor, während sich die Stimmung in der Industrie weiter eintrübte. Wir denken, dass die höheren Zinsen ab dem dritten Quartal vermehrt ihre Bremswirkung entfalten werden. Am deutlichsten betroffen ist bereits der Bausektor. Die jüngste ifo-Umfrage bestätigte, dass im Bau unter allen Hauptsektoren der grösste Pessimismus bezüglich Aktivität in den nächsten sechs Monaten herrscht, und auch die Einschätzung der aktuellen Lage liegt nur noch knapp über dem neutralen Nullpunkt. Unter den Subsektoren schneidet der Wohnimmobilienbau am schlechtesten ab, der Tiefbau am besten. Bauunternehmen geben an, dass der Arbeitskräftemangel und die fehlende Nachfrage derzeit die Produktion am meisten hemmen, aber auch die Finanzierung wird mehr und mehr als limitierender Produktionsfaktor gesehen. Die getrübtete Stimmung widerspiegelt sich auch in den sinkenden Baugenehmigungen. Die Bauaktivität dürfte in den nächsten Monaten schwach ausfallen. Mittelfristig könnte dies gerade im Wohnbereich die Angebotsknappheit verschärfen und damit den Raum für Preiskorrekturen gegen unten beschränken.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.2%	2023: 6.1%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Die Jahresinflation der Konsumentenpreise fiel im März getrieben von Energiebasiseffekten von zuvor 8.7% auf 7.4%, während die Monatsveränderung bei 0.8% verharrte. Auch der Rückgang der Produzentenpreis-inflation von 15.8% auf 7.5% war grösstenteils den Energiepreisen geschuldet. Die Kerninflation der Konsumentenpreise zog hingegen weiter an auf nun 5.8%, getrieben durch hartnäckig hohe Preisanstiege im Dienstleistungsbereich. Wir rechnen damit, dass die Höchstwerte hier noch nicht erreicht sind.

Frankreich Der grosse Graben

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.5%
2024: 1.0%	2024: 1.0%

Das Bild einer zweigeteilten Wirtschaft akzentuierte sich zu Beginn des zweiten Quartals 2023 weiter: Gemäss Umfragen unter den Einkaufsmanagern des Dienstleistungssektors nahm dieser Teil der französischen Wirtschaft im April weiter Fahrt auf, derweil die Werte für das verarbeitende Gewerbe zum dritten Mal in Folge auf eine schwächere Dynamik hindeuten. Im Vergleich der beiden Einkaufsmanagerindizes ist der Graben zugunsten der Dienstleister mit 10.8 Punkten derzeit so gross wie nie seit Verfügbarkeit der Daten ab Mai 1998. Es ist davon auszugehen, dass sich an diesem Befund über die kommenden Monate nicht so rasch etwas ändern wird. Unter den Dienstleistern profitiert der Tourismus stark von der Rückkehr ausländischer Gäste, derweil das verarbeitende Gewerbe von hohen Finanzierungskosten und den weiterhin hohen Kosten für Energie beeinträchtigt bleibt. Wie stark die letzten Umfragen unter Firmen und privaten Haushalten von den jüngsten Protesten gegen die Rentenreform geprägt sind, bleibt abzuwarten. Es ist jedenfalls bemerkenswert, dass ein Indikator des statistischen Amtes INSEE, der darauf abzielt, konjunkturelle Wendepunkte zu identifizieren, auf den tiefsten Wert seit Mai 2020 gefallen ist. Gemäss Erklärungen des INSEE ist der aktuelle Wert mit einem «unvorteilhaften Konjunkturklima» gleichzusetzen. Unsere Prognose trägt dieser Einschätzung Rechnung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.9%	2023: 5.3%
2024: 2.2%	2024: 2.7%

Die Inflationsrate in Frankreich liegt zwar weiterhin unter derjenigen der anderen zwei grossen Euro-Mitglieder Deutschland und Italien. Allerdings sank die Inflation hierzulande zuletzt weniger rasch als in der übrigen Eurozone. Gründe hierfür sind die Anhebung der Tabaksteuer, v.a. aber der fortgesetzte Anstieg der Lebensmittelpreise. Ausserdem sorgten die Streiks der vergangenen Wochen in Frankreich für neuerlich steigende Benzinpreise. Höhere Tarife in der Gesundheitsversorgung werden die Kaufkraft weiter schwächen.

Italien

Energiepreise fallen deutlich

Die derzeit wohl wichtigste Entwicklung in Italien ist der schnelle Rückgang der Inflation. Die Gesamtinflation ging seit November 2022 von 11.8% auf 7.6% (März 2023) zurück, getrieben durch die Energiepreise, die im selben Zeitraum um 18% gefallen sind. Die Kerninflation hielt sich wie in anderen europäischen Ländern hartnäckiger, aber selbst bei Dienstleistungen und Güterpreisen (ohne Energie und Nahrungsmittel) liess das Tempo im März deutlich nach. Es bleibt abzuwarten, ob der März ein Ausreisser war, denn die Vorzeichen für die private Konsumnachfrage sehen zumindest kurzfristig noch gut aus, was den Inflationsdruck aufrechterhalten könnte: Das Nominallohnwachstum steigt weiter an und lässt die Lücke zur Inflation kleiner werden, was zur weiteren Normalisierung der Konsumentenstimmung im März beitrug. Dienstleister meldeten zudem im März gemäss Einkaufsmanagerindex das stärkste Neugeschäft seit November 2021. Wir gehen aber nach wie vor davon aus, dass ausbleibende fiskalische Impulse und die Straffung der Geldpolitik gegen Ende 2023 und spätestens 2024 vermehrt Brems Spuren im Wirtschaftswachstum hinterlassen werden.

Spanien

Exzellente Stimmung

Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) deuteten jüngst auf einen starken Stimmungsaufschwung in Spanien hin, der den für die gesamte Eurozone deutlich übertrifft hat. Während der PMI für die Industrie in der Eurozone deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50 notierte, lag er in Spanien mit 51.3 im März deutlich darüber. Der PMI für den spanischen Dienstleistungssektor war im März mit 59.4 der höchste innerhalb der Eurozone. Laut den Umfrageergebnissen ist der stärkste Treiber das hohe Level an Neugeschäften. Auch die Beschäftigungskomponente deutet weiterhin auf einen starken Anstieg der Anstellungen hin. Während wir für die Eurozone als Ganzes bereits vorläufige PMI-Daten für April haben, steht die Veröffentlichung der spanischen Zahlen noch aus. Jedoch deutet die offizielle Pressemitteilung darauf hin, dass der erneute Anstieg für den Gesamt-PMI in der Eurozone von Ländern ausserhalb Frankreichs und Deutschland getrieben wurde. Das dürfte auf weiterhin optimistische Aussichten für die spanische Wirtschaft hindeuten.

Schweiz

Nachlassender Preisdruck

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 1.5%	2024: 1.5%

Weiterhin dümpeln die verfügbaren Konjunkturdaten richtungslos vor sich her. Kräftige Wachstumsimpulse fehlen, auch wenn sich die Lieferkettenprobleme in der Industrie weitgehend aufgelöst haben. Auch in der Schweiz klappt seit Beginn des Jahres eine Schere zwischen den Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und für das Dienstleistungsgewerbe. Die Dienstleister sind dem Gegenwind in Form höherer Finanzierungskosten und nachlassender Nachfrage auf den Weltmärkten weniger stark ausgesetzt als das Baugewerbe oder weite Teile der Exportwirtschaft. Dennoch fallen auch für die Dienstleister frühere Impulse allmählich aus: Ein besonderes Merkmal der Jahre 2020 bis 2022 war der hohe Inlandtourismus, der auch über die Zeit der striktesten Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie hinaus für hohe Übernachtungszahlen einheimischer Gäste in Schweizer Hotels sorgte. Die zu Hause gebliebene Kundschaft mit hoher Kaufkraft stützte auch die Nachfrage im Detailhandel. Dieser Rückenwind der vergangenen Jahre fällt nun weg. Die Flugbewegungen ab Flughafen Zürich haben im April erstmals wieder Werte erreicht, wie sie vor der Pandemie normal waren. Die Tourismusbilanz dürfte 2023 nicht mehr so vorteilhaft ausfallen wie in den Vorjahren.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.3%	2023: 2.6%
2024: 1.5%	2024: 1.5%

Auf der Stufe der Hersteller lässt der Teuerungsdruck nach. Stieg der Produzenten- und Importpreisindex im Juni 2022 um 6.9% gegenüber Vorjahr, so betrug die Jahresteuierung auf dieser Stufe im März 2023 noch 2.1%. Niedrigere Energie- und Transportkosten und der zum US-Dollar erstarkte Franken sorgen für Entspannung. Diese Entwicklung wird sich bei den Konsumentenpreisen nicht so rasch zeigen: Dort werden steigende Mieten im Schlussquartal 2023 und 2024 in die Bemessung des Landesindex der Konsumentenpreise einfließen.

Grossbritannien Hartnäckiger Preisdruck

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.1%	2023: -0.2%
2024: 0.6%	2024: 0.8%

Das monatliche BIP-Wachstum von 0.0% für Februar im Vergleich zum Vormonat hat die Konsensuserwartungen leicht enttäuscht, aber unsere Erwartungen übertroffen. Der Dienstleistungsoutput sowie die Industrieproduktion verzeichneten einen leichten Rückgang im Vergleich zum Vormonat. Die Auswirkungen der vergangenen Streiks sind nun in den Daten sichtbar. Besonders der öffentliche Sektor brach ein, der stark betroffen war aufgrund der Lehrerstreiks. Der Rest des Dienstleistungssektors zeigte jedoch erneut ein starkes Wachstum. Alles in allem bleibt der Privatkonsum robuster als angesichts der immer noch hartnäckigen Inflation erwartet. Im März dürfte zudem eine Umkehr des Streikeffekts eintreten. Aufgrund des stärkeren Wachstums in den ersten zwei Monaten erwarten wir für das erste Quartal kein negatives Wachstum mehr und haben deshalb unsere BIP-Wachstumsprognose für dieses Jahr leicht auf -0.1% angehoben. Wir haben die negativen Wachstumsquartale um ein Quartal nach hinten geschoben (auf das zweite und das dritte Quartal 2023). Auch die Einkaufsmanagerindizes (PMI) stiegen im April erneut stark an. Wir erwarten jedoch weiterhin, dass sich die straffere Geldpolitik mit einer Verzögerung auf die Wirtschaftsaktivität auswirken wird und die positiven Treiber für den Privatkonsum nachlassen werden.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.9%	2023: 6.4%
2024: 2.7%	2024: 2.8%

Die Inflation fiel im März weniger stark als erwartet und bleibt bei über 10%. Besonders die Kerninflation erweist sich als hartnäckig. Aber auch die Inflation der Lebensmittelpreise ist im März weiter gestiegen und hat das höchste Level seit 45 Jahren erreicht. Zwar dürfte die Inflation dieses Jahr infolge der Basiseffekte im Energiebereich fallen, aber das hoch bleibende Lohnwachstum aufgrund der Anspannung auf dem Arbeitsmarkt beeinträchtigt das Bild weiter.

China Konsumgetriebene Erholung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.8%	2023: 5.5%
2024: 5.2%	2024: 5.1%

Die Veröffentlichung der offiziellen BIP-Zahlen für das erste Quartal bestätigte die Erholung der chinesischen Wirtschaft, die sich schon in den vorlaufenden Indikatoren abgezeichnet hatte. Die chinesische Wirtschaft wuchs jedoch mit 4.5% im Vergleich zum Vorjahr stärker, als wir das erwartet hatten. Die Erholung wurde vor allem von den starken Konsumausgaben getrieben. Besonders diejenigen Bereiche, die unter den strengen Lockdowns gelitten hatten, z. B. Einzelhandelsumsätze von Lebensmitteln, Schmuck, Kleidung sowie Restaurantausgaben, wuchsen wieder stark. Trotz der Erholung bleibt das Wachstum der Einzelhandelsumsätze unter dem Vor-Pandemieniveau. Der Immobilienmarkt erholt sich auch weiter, was die wirtschaftliche Erholung dieses Jahr unterstützen sollte. Auf der anderen Seite hinkt der Industriesektor bei der Erholung immer noch etwas hinterher. Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für dieses Jahr deutlich auf 5.8% angehoben aufgrund der starken Erholung im ersten Quartal. Wir erwarten, dass die Konsumausgaben auch im zweiten Quartal ein wichtiger Treiber bleiben. Das von der Regierung gesetzte Wachstumsziel von 5% für 2023 ist allerdings moderat und signalisiert, dass Peking nicht beabsichtigt, ein starkes Stimulus-Programm zu lancieren. Zudem stellt die schwache globale Nachfrage eine Hürde für das chinesische Wirtschaftswachstum dar.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.2%	2023: 2.2%
2024: 2.4%	2024: 2.4%

Chinas Inflationsrate fiel im März mit 0.7% im Vergleich zum Vorjahr überraschend tief aus. Der erneute Rückgang der Inflationsrate war getrieben von Konsumgütern, welche einen deutlich langsameren Preisanstieg als im Vormonat zeigten. Die Kerninflation stieg jedoch im Vergleich zum Vormonat leicht an. China bleibt aber weiterhin das Land mit der tiefsten Inflationsrate unter den Schwellenländern.

Economic Research



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



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



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



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



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



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

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

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



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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch 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.

Mai 2023

Zinsen und Anleihen

Man lässt sich treiben

USA

- Nach dem turbulenten März war der April mit gedämpfter Zinsvolatilität vergleichsweise stabil. Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries wurden in engen Bandbreiten gehandelt und sanken um 12 BP, die Kreditspannen blieben weitgehend unverändert (alle Daten per 25. April).
- Während der US-Produktionssektor schwächelt, hält sich der Dienstleistungssektor gut. Die Inflation bleibt deutlich über dem Ziel des Fed.

Eurozone

- Die Kreditspannen der Eurozone verengten sich im April um 12 BP, da die Angst vor einer möglichen Bankenkrise nachliess. Der Fokus verlagerte sich wieder auf die Inflation, was zu einem Anstieg der Renditen zehnjähriger deutscher Anleihen um 10 BP führte.
- Die Gesamtinflation war in der Eurozone zwar im März tiefer, aber die Kerninflation steigt weiter, was die EZB weiter unter Zinserhöhungsdruck setzt.

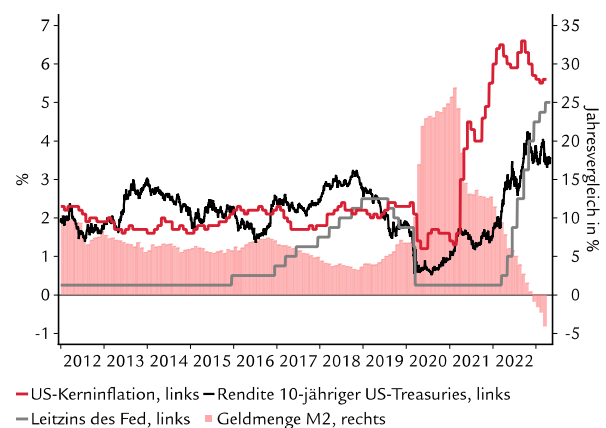
Vereinigtes Königreich

- Das anhaltende Inflationsproblem Grossbritanniens liess die Gesamtinflation im 7. Monat in Folge bei über 10% verharren. Dies setzt Staatsanleihen unter Druck und die Renditen legten 20 BP zu.
- Trotz hoher Inflation scheinen die Anleger zu glauben, dass die Bank of England (BoE) die Leitzinsen nicht weiter stark anheben wird, und erwarten nur zwei weitere Schritte um 25 BP und Zinssenkungen ab 2024.

Schweiz

- Anders als in Europa fielen die Zinsen in der Schweiz im April um 17 BP, weil die Inflation im März von 3.4% im Vormonat unerwartet auf 2.9% fiel.
- Die Auswirkungen der Notfusion der beiden grössten Schweizer Banken in Verbindung mit schwachen Umfragedaten dürften die Schweizerische Nationalbank (SNB) daran hindern, die Zinsen an den kommenden Sitzungen zu stark anzuheben. Für 2023 rechnet der Markt mit zwei weiteren Zinsschritten.

US-Finanzbedingungen weiterhin ungenügend verschärft



Trotz der raschen Zinsschritte und des beispiellosen Rückgangs von M2, der umfassendsten Geldmengenkennzahl in den USA, sinkt die Inflation nicht ausreichend. In bestimmten Bereichen der Produktion gab es zwar eine Desinflation und die Rohstoffpreise sind gesunken, aber die aktuelle Geldpolitik scheint nicht restriktiv genug zu sein. Zudem bleibt der US-Arbeitsmarkt angespannt und trotz Entlassungen im Tech-Sektor zeigt sich die Gesamtwirtschaft robust. Dies begünstigt ein hohes nominales Wachstum, das Gewinne und Risikoanlagen stützt. Daher hellt sich die Stimmung an den Finanzmärkten auf. Man ist immer noch auf Schnäppchen aus und die Kreditspannen verengten sich von ihren Hochs im März um 40 BP (EUR) bzw. 30 BP (USD). Die Zinsvolatilität ging zurück und dank einer günstigen Lage am Primärmarkt haben die Anleger reichlich liquide Mittel für neue Deals und um ein höheres Risiko einzugehen. Wir bleiben aber vorsichtig. Verschärfte Finanzbedingungen wirken sich in der Regel stark zeitlich verzögert auf die Wirtschaft aus, aber die Zentralbanken dürften die Notwendigkeit eines deutlichen Konjunkturabschwungs zur Eindämmung der Inflation erkannt haben. Wir bleiben daher defensiv und bei der Duration neutral positioniert, was auch auf die Unsicherheit bezüglich der Erhöhung der Schuldenobergrenze zurückzuführen ist, welche die Zinsvolatilität kurzfristig wieder erhöhen könnte.

Aktien

Wunschdenken

USA

- Der US-Markt büsste im April 1.0% ein und die Performance seit Jahresbeginn beträgt +6.4% (alle Daten per 25. April).
- Die Marktentwicklung 2023 ist speziell: Wachstumsaktien schlugen Wertaktien um 15%, Tech-Large-Caps legten um rund 29% zu und Large Caps lagen erneut über Small Caps. Mehr als die Hälfte der Marktperformance entfällt auf Big Tech.
- Die Gewinnerwartungen betragen für Q1 2023 -7% und für Q2 2023 -8% vs. Vorjahr. Die Berichtssaison hat gerade begonnen und die Ergebnisse schlagen die Erwartungen. Die Bewertung des US-Aktienmarkts bleibt über dem historischen Mittel. Wir bevorzugen weiterhin Nicht-US-Märkte.

Eurozone

- Der Markt legte im April 1.5% zu und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 13.9%.
- Der Markt der Eurozone schlug den US-Markt erstmals seit vielen Jahren aufgrund seiner attraktiveren Bewertung und der tiefer als erwarteten Energiepreise. Die Berichtssaison begann gut: Firmen übertrafen die Gewinnerwartungen um 4%.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelte sich im April mit einer Performance von 3.8% am zweitbesten. Seit Jahresbeginn legte der Markt 7.1% zu.
- Er bleibt von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Doch die Konjunktur ist schwach und der Anteil zyklischer Titel vergleichsweise hoch.

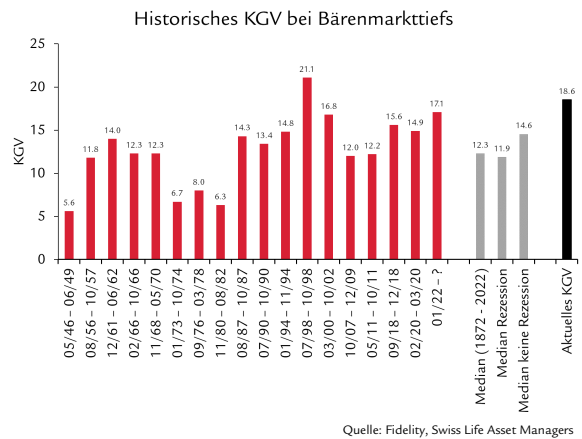
Schweiz

- Der Schweizer Markt legte im April 4.1% zu und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 9.7%. Nach einem schwachen Jahresstart feierten Pharmaaktien im April ein Comeback.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

Schwedenländer

- Der April war mit -2.4% ein schwacher Monat. Seit Jahresbeginn legte der Markt nur leicht zu (1.5%).
- Trotz viel besseren Wirtschaftsdaten aus China und einer weniger restriktiven Geldpolitik kam es bei den Schwellenländern noch zu keiner Outperformance.
- Schwellenländer sind relativ und absolut attraktiv bewertet.

Etwas muss nachgeben



Der Aufwärtstrend bei Aktien ist bemerkenswert. Die Wahrscheinlichkeit einer (leichten) Rezession steigt und die Geldpolitik ist restriktiv. In der Eurozone und den USA ist das Wachstum der breiten Geldmengenaggregate negativ und eine Verknappung des Kreditangebots zeichnet sich ab. Das Gewinnwachstum stagniert oder ist negativ und die Margen sinken. Hinzu kommen Stress im Bankensektor, Sorgen bezüglich US-Gewerbeimmobilien, negative Gewinnkorrekturen und geopolitische Spannungen. Dies deutet auf Wunschdenken an den Aktienmärkten hin. Fünf Faktoren untermauern den Optimismus: 1. Das Fed könnte die Zinsschritte bald einstellen und bereits im 2. Halbjahr 2023 mit Senkungen beginnen. 2. Der Aktienmarkt schlägt um, bevor die Unternehmensgewinne und die Wirtschaft es tun. 3. Ausserhalb der USA sind die Bewertungen tief (liegen aber über den historischen Bärenmarktiefs, s. Grafik). 4. Negative Stimmung und Gewinnkorrekturen implizieren, dass viele negative Faktoren berücksichtigt werden. 5. Gewinne und Wirtschaftsdaten waren und sind besser als erwartet. Das sind stichhaltige Punkte, doch sollte das Fed die Zinsen senken, wäre dies Folge einer Rezession. Dann würden Margen und Gewinne stärker unter Druck geraten als derzeit eingepreist. Etwas muss nachgeben: Entweder bleiben Konjunktur und Gewinne stark und das Fed senkt die Zinsen wohl nicht, oder umgekehrt. Daher dürften die Märkte zu optimistisch sein. Bei unveränderten Gewinnen müsste der US-Markt stark korrigieren, um ein KGV gemäss historischen Bärenmarktiefs zu erreichen. Wir glauben, dass sich eine leichte Rezession nicht vermeiden lässt und sich die Marktbedingungen verschlechtern. Mindestens eine kurzfristige Korrektur ist überfällig.

Währungen

Volatilität nimmt ab

USA

- Nach einem turbulenten März verlor der USD im April handelsgewichtet weitere 0.6% und legte vs. einige Rohstoffwährungen zu (alle Performances in dieser Spalte per 26. April).
- Grund dafür waren gemischte US-Wirtschaftsdaten, die die wahrgenommene Rezessionswahrscheinlichkeit des Marktes erhöhten.
- Der USD dürfte sich in den nächsten Monaten weiter abschwächen, da wir fürs 2. Halbjahr eine US-Rezession und den Beginn eines Lockerungszyklus des Fed erwarten.

Eurozone

- Der EUR erreichte vs. den USD ein neues Einjahreshoch und wertete im April vs. alle G10-Währungen ausser den CHF auf.
- Der EUR dürfte 2023 aufgrund der hartnäckigen Inflation und eines im Vergleich zu anderen Ländern verzögerten Zinserhöhungszyklus in der Eurozone gestützt bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete im April vs. den EUR ab, legte aber vs. den USD zu.
- Unsere Einmonatssicht auf GBP ist vs. USD positiv und vs. EUR neutral.

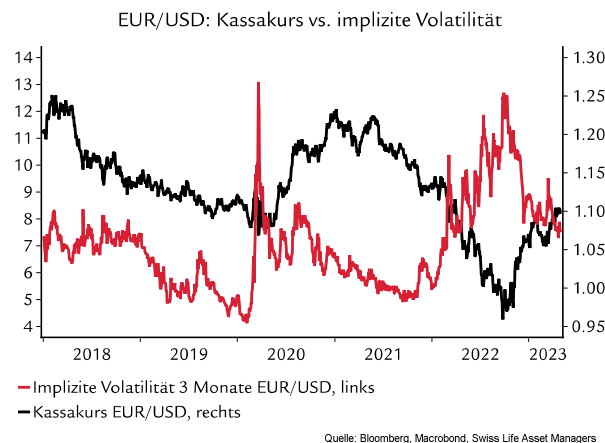
Schweiz

- Die CHF-Stärke hielt im April an: Der CHF wertete vs. den USD 3% und vs. den EUR rund 1% auf.
- EUR/CHF dürfte sich im Mai seitwärts bewegen, mit einigen Aufwärtsrisiken, weil die EZB stärker unter Zinserhöhungsdruck steht als die SNB.

Japan

- Der JPY bewegte sich vs. den USD im April seitwärts, CHF/JPY erreichte das höchste Niveau in vier Jahrzehnten.
- Unsere Sicht auf USD/JPY bleibt negativ. Grund ist nicht nur unsere Erwartung einer allgemeinen USD-Schwäche, sondern auch das Risiko, dass Japan die Normalisierung der Geldpolitik unter dem neuen Zentralbankchef Kazuo Ueda beschleunigen könnte.

Zurück zu den Fundamentaldaten



Nach einem volatilen März begann die implizite Volatilität von EUR/USD über alle Laufzeiten zu sinken. Die Probleme im Bankensektor rückten in den Hintergrund. Die Notfallmassnahmen der Zentralbanken und der Regierungen scheinen ihr Ziel, die Finanzmärkte zu beruhigen, vorerst erreicht zu haben. Mit dem ruhigeren Marktumfeld können fundamentale Treiber wieder in den Vordergrund rücken. Der USD schwächte sich vs. dem EUR im April aufgrund der divergierenden Wirtschaftsdynamik weiter ab. Die Erwartungen, dass sich die USA am Ende ihres Konjunkturzyklus befinden, verstärken sich. Die US-Wirtschaftsdaten waren letztens gemischter und die robuste Wirtschaftsdynamik in der Eurozone hält auch im 2. Quartal an. Wenn dieses Umfeld ohne weitere Bankenturbulenzen anhält, dürfte sich die USD-Schwäche vs. dem EUR in den nächsten Monaten fortsetzen. Unsere Einschätzung wird zudem durch divergierende geldpolitische Erwartungen untermauert, die auch durch die bei der Wirtschaftsdynamik entstehende Lücke verstärkt werden. Das Fed dürfte seinen Zinserhöhungszyklus bald beenden, während die EZB noch Spielraum für weitere Straffungen hat, da die Inflation in der Eurozone hartnäckiger ist. Die anstehende Debatte über die Schuldenobergrenze in den USA könnte den USD weiter unter Druck setzen, wenn die Frage nicht rasch gelöst wird, und macht so den USD-Ausblick noch komplizierter.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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



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

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

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

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



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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch 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.

Mai 2023 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Zurück zu den Fundamentaldaten?

Zusammenfassung

- Nachdem der Fokus auf die Geldpolitik gelegt war, scheinen die Märkte nun das Risiko eines geringeren Wachstums und seiner Auswirkungen auf die Gewinne genauer zu betrachten.
- Trotz der überraschend starken Daten deuten jüngste Indikatoren und Gewinnmeldungen auf eine wirtschaftliche Abschwächung hin.
- Firmenanleihen- und Aktienmärkte unterschätzen dieses Risiko bisher. Der erneute Fokus auf Fundamentaldaten dürfte die Anleger von sehr optimistischen zu realistischeren Erwartungen bewegen. Wir erwarten deshalb eine Abschwächung.

Zinsen und Anleihen

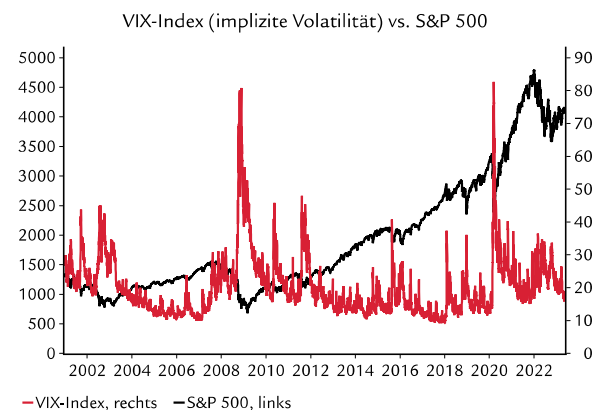
- Die Staatsanleiherenditen waren im April volatil und tendierten leicht nach oben. Die Geldpolitik dürfte zwar kurzfristig ihren Kurs nicht ändern, aber die Anleiherenditen könnten wegen der Konjunkturabschwächung leicht sinken.
- Die Kreditspannen sanken im April, weil die Sorge um den Bankensektor abnahm. Die aktuellen Spreads liegen zwar über den Februartiefs, schützen aber nicht gut vor schlechten Nachrichten.
- Wir bevorzugen daher Staatsanleihen vor Unternehmensanleihen und halten die Duration gemäss langfristiger Strategie neutral.

Aktien

- In den letzten 30 Jahren erzielte der April stets die höchste Durchschnittsrendite. 2023 sind die Resultate gemischt. Der Schweizer Markt z. B. entwickelte sich überdurchschnittlich, der US-Aktienmarkt rentierte bei Redaktionsschluss negativ.
- Mit dem Start der US-Berichtssaison für das zweite Quartal erkennen die Anleger, dass die Märkte ein zu optimistisches Konjunkturszenario eingepreist haben. Daher stehen die Gewinnaussichten und die Fundamentaldaten wieder im Fokus.
- Wir halten die Aktienmärkte für nicht sehr attraktiv, da sie nicht billig sind und mit weiterhin attraktiven Zinsniveaus konkurrieren müssen.

Volatilität als Frühindikator für Probleme?

Asset-Manager nutzen diverse Daten, um die Marktstimmung zu messen. Ein weit verbreiteter Indikator ist die implizite Volatilität der Aktienmärkte, d. h. die Volatilität, mit der Optionen bewertet werden. Sie ist interessant, da Optionshändler sie (theoretisch) entsprechend dem von ihnen wahrgenommenen Risiko festlegen: Niedrige Werte bedeuten geringes Risiko, hohe Werte hohes Risiko. Für Asset-Manager bedeuten tiefe Werte i. d. R. ein risikoarmes Marktumfeld, was positiv sein dürfte, hohe Volatilität ein erhöhtes Risiko. Aber ist das nützlich? In der folgenden Grafik wird der VIX-Index, ein Index der impliziten Volatilität für den S&P 500, mit dem S&P 500 verglichen.



Die implizite Volatilität steigt zwar bei Marktkorrekturen, aber gemäss Grafik antizipiert der VIX keine Korrekturen, sondern reagiert zeitgleich auf Einbrüche des Aktienindex. Die implizite Volatilität eignet sich also für die Vorhersage von Turbulenzen nicht so recht, da sie mit dem Markt korrigiert. Daher nutzen sie viele Asset-Manager als konträren Indikator: Sehr geringe Volatilität bedeutet mögliche bevorstehende Turbulenzen, da sie signalisiert, dass die Anleger die Risiken unterschätzen. Der VIX liegt aktuell nicht auf dem Tiefpunkt, ist aber wegen der hohen Unsicherheit sehr tief. Jede schlechte Nachricht beeinflusst also den Markt potenziell mehr als sonst.

Swiss Life Asset Managers



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



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

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

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

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

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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch 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.