

Juli 2022

Kernaussagen

- Die Rezessionsängste steigen nach schwachen Umfragewerten bei Konsumenten und Unternehmen weiter an
- Bei steigenden Zinsen nehmen die Sorgen um europäische Staatsschulden zu und provozieren EZB-Aktivismus
- Die Inflationsrisiken zeigen weiterhin nach oben, die Lage bei russischen Gaslieferungen spitzt sich zu

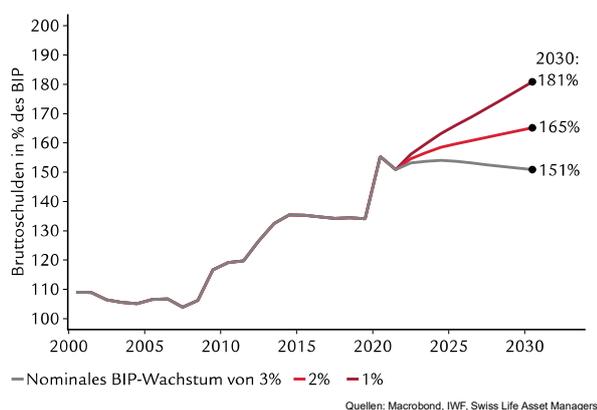
Prognosevergleich

	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	2.5% ↓	2.6% ↓	1.4% ↓	1.8% ↓	8.3% ↑	7.7% ↑	3.8% ↑	3.6% ↑
Eurozone	2.9% ↑	2.8% ↑	1.8% ↓	2.0% ↓	7.1% ↑	7.2% ↑	3.1% ↑	3.2% ↑
Deutschland	1.8% ↓	1.8% ↓	2.0% ↓	2.1% ↓	7.0% ↑	6.9% ↑	3.4% ↑	3.4% ↑
Frankreich	2.5% ↓	2.5% ↓	1.4% ↓	1.6% ↓	4.7% ↑	5.0% ↑	2.6% ↑	2.6% ↑
Grossbritannien	3.5% ↓	3.5% ↓	0.4% ↓	0.8% ↓	8.1% ↑	8.5% ↑	4.9% ↑	5.2% ↑
Schweiz	2.5%	2.5% ↓	1.2%	1.6% ↓	2.4% ↑	2.3% ↑	1.3% ↑	1.2% ↑
Japan	1.5% ↓	1.7% ↓	1.6%	1.9%	2.0% ↑	1.9% ↑	1.0% ↑	1.2% ↑
China	4.3%	4.3% ↓	5.2%	5.2% ↑	2.3%	2.2%	2.0%	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 13. Juni 2022

Grafik des Monats

Italien: Szenarien für die Schuldenquote bei einem Zins von 3.5%



Die Zinswende ist da und damit erneut die Frage, ob in der Eurozone eine neue Schuldenkrise droht. Die Renditedifferenz («Spread») zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen hat sich ausgeweitet und Aktivismus bei der Europäischen Zentralbank ausgelöst, die der «Fragmentierung» im Euroraum entgegentreten will. Ob die Schuldensituation Italiens beim aktuellen Zins von 3.5% auf zehnjährige Anleihen nachhaltig ist, hängt vom nominalen Wachstum ab. Unter der Annahme, dass Italiens Budget innert fünf Jahren wieder zu einem Primärüberschuss findet, müsste Italien ein reales Wachstum von 1% und eine Inflation von 2% erzielen (= nominales Wachstum von 3%), um die Schuldenquote zu stabilisieren.

USA Konsumieren um jeden Preis?

BIP-Wachstum

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

Der private Konsum macht rund 70% des US-Bruttoinlandprodukts aus und ist somit ausschlaggebend für den Konjunkturverlauf. Die Ausgangslage der US-Haushalte dürfte günstig sein, insbesondere im Vergleich zu 2008. Das Vermögen aller Einkommensklassen relativ zu den Schulden stieg seit der Finanzkrise deutlich an. Während der Pandemie konnten die US-Haushalte ausserdem dank staatlicher Unterstützung massive Liquiditätsüberschüsse anhäufen. Aktuell profitieren insbesondere tiefere Einkommensklassen von einem sehr angespannten Arbeitsmarkt und einem Lohnwachstum von rund 7%. Allerdings kompensiert dieses Wachstum nicht vollständig für die Inflation, weshalb die Reallöhne seit 2020 rückläufig sind. Dies führt dazu, dass die Konsumenten ihre Ausgaben vermehrt mit einem Abbau ihrer Ersparnisse sowie mit der Aufnahme weiterer Schulden finanzieren. Die Sparquoten lagen im April bei historisch tiefen 4.4%. Gemäss Schätzungen könnte der aktuelle Rückgang der Sparquote dank den Pandemieersparnissen noch bis mindestens 2023 aufrechterhalten werden. Die sinkende Konsumentenstimmung könnte die Konsumbereitschaft aber vorher drosseln. Problematischer dürfte auch der Konsumkreditanstieg sein. Obwohl die Ausfallquoten bisher tief blieben, zeigen sich gerade tiefere Einkommensschichten vermehrt besorgt über ihre Bonität. Das Risiko einer früher als erwartet einsetzenden Rezession ist deshalb hoch, mit einer weichen Landung rechnet derweil kaum noch jemand.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.3%	2022: 7.7%
2023: 3.8%	2023: 3.6%

Nach einem schwachen Rückgang im April überraschte die US-Inflation erneut nach oben und erreichte mit 8.6% einen neuen Höchstpunkt. Treiber waren erneut Preisanstiege von Nahrungsmitteln und Energie, aber auch deutlich höhere Flugpreise und anziehende Mieten. Wir korrigieren insbesondere den Energiepreisfad für die nächsten Monate nach oben.

Eurozone Weiter am Tropf der EZB

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 2.8%
2023: 1.8%	2023: 2.0%

In den kommenden Tagen jährt sich das Versprechen Mario Draghis, des damaligen EZB-Präsidenten, wonach die Europäische Zentralbank alles unternehmen würde, um den Fortbestand der Währungsunion sicherzustellen. Pünktlich zum Jubiläum des Höhepunkts der europäischen Schuldenkrise sind wieder alle Augen auf die EZB gerichtet. Mit der notorischen Ausnahme von Japan wird die Europäische Zentralbank als letzte der grossen Notenbanken ab Juli eine Zinswende einleiten müssen. Allein die Aussicht auf diese Massnahme sorgte an den Finanzmärkten für eine starke Ausweitung der Kreditspanne für Anleihen der südlichen Teilnehmerländer. Insbesondere Italien sah sich kurzfristig starkem Gegenwind ausgesetzt. Es entbehrt nicht der Ironie, dass Mario Draghi inzwischen die Rollen getauscht hat und mittlerweile als Ministerpräsident Italiens auf Unterstützung durch die Notenbank angewiesen ist. Der Ausgestaltung des sogenannten «Anti-Fragmentierungs-Werkzeugs» der EZB kommt auch im Hinblick auf die italienischen Wahlen im kommenden Jahr grosse Bedeutung zu. An Zinserhöhungen der EZB führt dennoch in Anbetracht der hohen Inflationszahlen und des beschleunigten Lohndrucks kein Weg vorbei, auch wenn sich die wirtschaftlichen Aussichten in der ganzen Eurozone weiter eintrüben. Für positive Impulse sorgt derweil die Entspannung der Lieferkettenprobleme. Erste Automobilhersteller haben ihre Produktion wieder hochfahren können.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.1%	2022: 7.2%
2023: 3.1%	2023: 3.2%

Weiterhin sorgen die Energiepreise für hohen Preisdruck. Das bisherige Abseitsstehen der EZB sorgt in Form eines schwachen Euros und damit höherer Importpreise für zusätzlichen Inflationsdruck. Selbst in Erwartung von Zinserhöhungen durch die EZB und nachlassender wirtschaftlicher Dynamik wird die Inflationsrate erst zur Jahresmitte 2024 wieder unter 2% fallen.

Deutschland Enttäuschung um Enttäuschung

BIP-Wachstum

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

Unter den deutschen Wirtschaftsdaten vom vergangenen Monat sucht man vergebens nach einer positiven Überraschung. Die Einzelhandelsumsätze brachen im April massiv ein und die Industrieproduktion wuchs schwächer als erwartet. Die Erwartungen gemäss ifo-Umfrage konnten ihre leichte Erholung vom Vormonat nicht fortsetzen. Auch der Einkaufsmanagerindex für Juni enttäuschte durchgehend. Zwar blieb er sowohl für die Industrie als auch für die Dienstleister im Wachstumsbereich, jedoch mit einer deutlicher als erwarteten Abschwächung. Beunruhigend ist insbesondere der weitere Einbruch der Bestellungseingänge in der Industrie auf den tiefsten Wert seit 2020. Auch die neuen Aufträge für die Dienstleister befinden sich nun unterhalb der Wachstumsmarke. Dies könnte jedoch auf eine Normalisierung der Dynamik nach der Wiedereröffnung zurückzuführen sein. Derweilen bleibt der Preisdruck hoch, auch wenn ein gewisser Entspannungstrend sichtbar ist. Auch die Situation bei den Lieferfristen entspannte sich insgesamt weiter. Als Antwort auf die verringerten Gaslieferungen aus Russland aktivierte Bundeswirtschaftsminister Habeck jedoch Notfallstufe zwei von drei und sieht die Auffüllung der Gasspeicher vor den Wintermonaten in Gefahr. Eine weitere Zuspitzung der Gassituation stellt für Deutschland nach wie vor das grösste Rezessionsrisiko dar.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.0%	2022: 6.9%
2023: 3.4%	2023: 3.4%

Die Juni-Inflationszahlen für Deutschland werden erst nach Redaktionsschluss veröffentlicht. Der Konsensus erwartet einen weiteren Anstieg auf 8.0%, nahe bei unseren Prognosen von 8.1%. Für die Folgemonate stellen die Energiepreise bei rückläufigen russischen Gaslieferungen nach wie vor ein erhebliches Aufwärtsrisiko dar. Ohne konkret zu werden, versprach Habeck Entlastung für Haushalte, die unter dem unvermeidbaren Anstieg der Heizkosten leiden werden.

Frankreich Zunehmend düstere Stimmung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 1.4%	2023: 1.6%

Über den vergangenen Monat deuteten die meisten neu veröffentlichten Daten auf eine weitere Eintrübung der wirtschaftlichen Dynamik. So fiel die Verbraucherstimmung im Juni auf den niedrigsten Wert seit 2013. Die aktuelle Verunsicherung übertrifft demnach die Missstimmung während des Lockdowns oder zum Höhepunkt der «Gilets Jaunes»-Proteste. Die Wahrung der Kaufkraft steht zuoberst auf der Agenda der Haushalte, entsprechend wird der Druck auf Arbeitgeber und Politik zunehmen, Lohnforderungen nachzukommen. Dieses Bild passt zur geopolitischen Verunsicherung und möglicherweise auch zur Pattsituation nach den Parlamentswahlen, die keine klare Mehrheit hervorbrachte. Dennoch bleibt es in der Beurteilung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wichtig, zwischen Stimmung und tatsächlicher Lage zu unterscheiden. So sieht beispielsweise die Lage am Arbeitsmarkt derzeit weit rosiger aus, als es die Konsumentenstimmung vermuten liesse: Die Arbeitslosenquote ist aktuell so niedrig wie nie während der vergangenen zwanzig Jahre. Umfragen im verarbeitenden Gewerbe zeigen auch, dass die Firmen zuletzt wieder zuversichtlicher geworden sind hinsichtlich des Geschäftsgangs ihrer eigenen Unternehmung. Ebenfalls positiv sieht derzeit der Ausblick für Frankreichs Tourismusbranche aus. Ängste vor einer Rezession scheinen in diesem Licht verfrüht.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.7%	2022: 5.0%
2023: 2.6%	2023: 2.6%

Leider waren die Zahlen zur Inflation im Monat Juni bei Fertigstellung dieses Dokuments noch nicht bekannt. Es ist aber davon auszugehen, dass die Inflationsrate noch einmal angestiegen ist. Dienstleister sind weiterhin in der Lage, ihre erhöhte Preissetzungsmacht durchzusetzen. Zusätzlich zeigen Daten der Europäischen Kommission, dass die Treibstoffpreise im Juni im Vergleich zum Vormonat erneut um 11% gestiegen sind.

Grossbritannien Aufkommende Rezession?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 3.5%
2023: 0.4%	2023: 0.8%

Auch bei Grossbritannien machen sich Investoren zunehmend Sorgen bezüglich einer aufziehenden Rezession. Die Bank of England strafft die geldpolitischen Zügel, und die rekordhohe Inflation nagt an der Kaufkraft der Konsumenten, die zumindest im Einzelhandel immer weniger Güter konsumieren. Die realen (also preisbereinigten) Umsätze im Einzelhandel fallen seit dem Höhepunkt im April 2021 beinahe kontinuierlich. In Kombination mit der seit Anfang 2022 insgesamt rückläufigen Industrieproduktion dürfte das BIP im abgelaufenen zweiten Quartal erstmals seit der Pandemie zurückgegangen sein. Ob der Anstieg der Arbeitslosenquote im April ebenfalls Zeichen einer Trendwende ist, bleibt abzuwarten. In der GfK-Konsumentenstimmungsumfrage hat sich interessanterweise die Einschätzung zur Jobsicherheit in der jüngsten Umfrage leicht verbessert, und die Gewerkschaften zeigen sich so kampflustig wie seit Jahren nicht mehr. Die eher düsteren konjunkturellen Vorzeichen kontrastieren auffällig mit den immer noch konstruktiven Umfragedaten bei Unternehmen: In Grossbritannien haben sich die Einkaufsmanagerindizes (PMI) der Industrie deutlich besser gehalten als auf dem Kontinent, ebenso zeigten die PMI bei Dienstleistern keinerlei Eintrübung. Dennoch rechnen wir nach wie vor mit einer deutlichen Verlangsamung der Konjunktur und einer leichten Rezession 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.5%
2023: 4.9%	2023: 5.2%

Die Inflation legte im Mai marginal zu, von 9.0% auf 9.1%, wobei die Kerninflation erstmals seit letztem September etwas nachliess (Rückgang von 6.2% im April auf 5.9% im Mai). Für Entwarnung ist es aber zu früh, da sich die Inflationsdynamik von Güterpreisen, die einem starken globalen Einflussfaktor unterworfen sind, hin zu Dienstleistungen verlagert hat. In diesem binnenorientierten Sektor greift die Geldpolitik am besten, was die Bank of England trotz Rezessionsrisiken zu weiteren Zinserhöhungen ermuntern wird.

Schweiz Keine Angst vor starkem Franken

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 1.2%	2023: 1.6%

Weiterhin zeigt sich die konjunkturelle Dynamik vom Krieg in der Ukraine wenig betroffen. Der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des SECO tendiert seit April stetig gegen oben und die Beschäftigung erreicht neue Höchststände. Nach einer Abwärtsrevision im März belassen wir unsere Prognose zum BIP-Wachstum für 2022 nun zum vierten aufeinanderfolgenden Mal unverändert. Gleichwohl gehen wir nach wie vor von einer Abkühlung aus, was sich in einer gegenüber Konsensus deutlich vorsichtigeren Prognose für 2023 ausdrückt. Mit Ausnahme der Europäischen Zentralbank und der Notenbank Japans sind alle Zentralbanken dazu übergegangen, die finanziellen Rahmenbedingungen zu straffen. Dies mindert die Nachfrage nach Exportgütern von Schweizer Herstellern. Zusätzlich werden die Exportaussichten auch durch den Umstand getrübt, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) die einheimische Währung nicht weiter vor einer Aufwertung schützt. Die Binnenwirtschaft wird sich zunehmend uneinheitlich entwickeln: Dienstleistungen bleiben weiterhin stark nachgefragt, auch aufgrund des Nachholbedarfs nach zwei Jahren begrenzter Möglichkeiten. Auch die robuste Verfassung des Arbeitsmarktes stützt die Konsumnachfrage. Demgegenüber haben die gestiegenen Finanzierungskosten einen Rückgang in der Bautätigkeit und der Investitionsneigung der Unternehmen zur Folge.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.4%	2022: 2.3%
2023: 1.3%	2023: 1.2%

Neben der eingeleiteten Abkehr von der Negativzinspolitik kann die SNB den Inflationsdruck auch mittels erhöhter Toleranz gegenüber einer Aufwertung des Schweizer Frankens mindern. Gemäss einzelnen Modellen, insbesondere jenen, die sich an der Kaufkraftparität für Produktionspreise orientieren, ist der Franken aktuell deutlich unterbewertet. Der Landesindex der Konsumentenpreise besteht zu einem Viertel aus Importpreisen. Der Effekt niedrigerer Importpreise auf die Inflation kann also erheblich sein.

Japan Bitte öffnen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.5%	2022: 1.7%
2023: 1.6%	2023: 1.9%

Die japanische Regierung erhöhte jüngst ihre Deckelung für Einreisende weiter auf 20 000 pro Tag (vs. 3'500 im März). Dadurch dürfte der Tourismus wieder etwas an Schwung gewinnen, auch wenn ein Teil der höheren Quote rückreisenden Japaner/innen sowie Gastarbeitenden zugutekommt. Der öffentliche Druck auf Öffnungen nimmt zu, das gilt nicht nur für den Tourismus, sondern auch für die Wiedereröffnung von nuklearen Reaktoren zehn Jahre nach der Katastrophe in Fukushima. Gemäss einer Nikkei Umfrage geben 49% der Teilnehmenden an, dass die aktuelle Einreisebeschränkung zu strikt sei. Dieselbe Umfrage zeigt eine Zuspache von 53% für die Wiedereröffnung der Nuklearreaktoren aufgrund gestiegener Energiepreise und der Furcht vor einer Energieknappheit. Sowohl eine komplette Aufhebung der Einreiseeinschränkungen als auch eine schnelle Wiederinbetriebnahme der meisten Reaktoren bleiben jedoch unwahrscheinlich. Trotzdem konnte sich der Einkaufsmanagerindex (PMI) im Dienstleistungsbereich entgegen den Trends in anderen westlichen Volkswirtschaften weiter erholen, und die Auftragslage blieb robust. Die Dynamik in der Industrie schwächte sich gemäss Einkaufsmanagern weniger stark ab als anderswo, der PMI sank von 53.3 auf 52.7. Die Bestellungseingänge fielen jedoch leicht unter die 50er-Marke. Auch Japan kann sich der globalen Abschwächung nicht komplett entziehen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.0%	2022: 1.9%
2023: 1.0%	2023: 1.2%

Wie erwartet, verharrten die Gesamtinflation in Japan im Mai bei 2.5% und die Kerninflation bei 2.1%. Preise für Nahrungsmittel stiegen weiter an, während Energiepreise durch politische Eingriffe gedrosselt bleiben. Während sich die Yen-Schwäche fortsetzt und damit ein positiver Treiber der Inflation bleibt, könnten neue Subventionen im Tourismusbereich im Sommer zu tieferer Inflation führen.

China Holpriger Weg zur Besserung

BIP-Wachstum

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

Nach dem zweimonatigen Lockdown in Shanghai, der Anfang Juni endete, befindet sich Chinas Wirtschaft auf dem Weg der Besserung. Hochfrequente Daten für den Monat Juni deuten auf eine deutliche Verbesserung der Wirtschaftsleistung hin. Mitte Juni erreichte der tägliche Stauindex in den fünf grössten Städten des Landes wieder das Niveau vor dem Lockdown, was auf eine bedeutende Verbesserung der Mobilitätssituation hindeutet. Weiter begannen im angeschlagenen Immobiliensektor die täglichen Immobilientransaktionen zuzunehmen, obschon sie noch immer unter dem Vorjahresniveau liegen. Das Schlusslicht bei der Erholung bleibt der Konsum. Die täglichen Autoverkäufe stiegen zwar leicht an, liegen aber weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Dies zeigt, dass die Konsumenten die Zukunftsaussichten der Wirtschaft mit Sorge betrachten und vor grösseren Anschaffungen zurückschrecken. Ein Grund für diese Zurückhaltung ist Chinas Null-Covid-Strategie. Die Wiedereröffnung Shanghais zum Beispiel ist mit verschiedenen Eindämmungsmassnahmen verbunden. Nebst diversen Orten wie Restaurants, die geschlossen bleiben, werden bei positiven Covid-Fällen die entsprechenden Stadtviertel wieder abgeriegelt. Solange der Null-Covid-Ansatz bestehen bleibt, wird der Weg der wirtschaftlichen Erholung entsprechend ein holpriger sein.

Inflation

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

Die Inflationsrate in China blieb im Mai mit moderaten 2.1% gegenüber dem Vormonat unverändert. Insbesondere die Kerninflation und die Dienstleistungsinflation waren mit 0.9% bzw. 0.7% sehr niedrig und spiegeln die schwache Nachfrage angesichts des bis in den Mai hinein verlängerten Lockdowns in Shanghai wider.

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



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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.

Drittes Quartal 2022

Kernaussagen

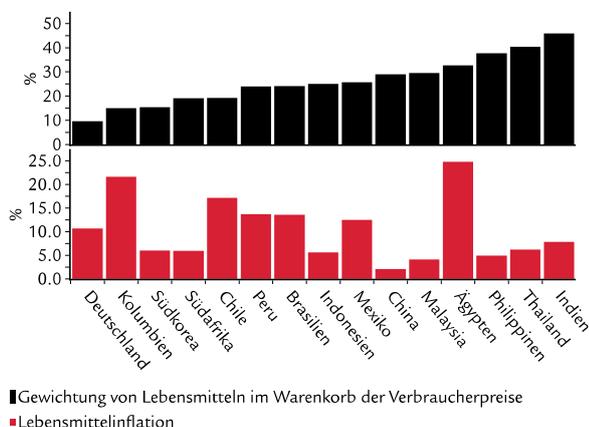
- Das Hochzinsumfeld erhöht das Risiko von Kreditausfällen in vulnerablen Frontier-Märkten
- Wirtschaftspolitische Unsicherheit und hohe Zinssätze belasten die Wirtschaftsaussichten Lateinamerikas
- Chinas Wirtschaft gewinnt an Fahrt, die Null-Covid-Strategie birgt jedoch das Risiko erneuter Lockdowns

Die Zahl

50.4%

Der linksgerichtete Politiker und ehemalige Guerillero Gustavo Petro hat die kolumbianischen Präsidentschaftswahlen mit 50.4% der Stimmen gewonnen und bringt damit zum ersten Mal in der modernen kolumbianischen Geschichte die Linke an die Macht. Petros Sieg ist ein Zeichen für die weit verbreitete Sehnsucht nach einer gleichberechtigteren Gesellschaft. Er will eine kostenlose Universitätsausbildung sowie eine Rentenreform einführen. Sein Vorschlag, neue Ölprojekte zu verbieten, schreckt jedoch Investoren ab. Erdöl macht die Hälfte der kolumbianischen Exporte und fast 10% des nationalen Einkommens aus.

Die Grafik



Der UN-Weltnahrungsmittelpreisindex stieg im Vergleich zum Vorjahr um 22.8% an. Die Ukraine exportiert etwa 10% der weltweiten Weizen- und Maisproduktion, hauptsächlich über ihre Schwarzmeerhäfen, die von Kriegsschiffen blockiert werden. Darüber hinaus erhöhen die steigenden Düngemittelpreise die Kosten der landwirtschaftlichen Produktion und verschärfen den Druck auf die Lebensmittelpreise. Für Schwellenländer, in denen Lebensmittel bis zur Hälfte des Warenkorb der Verbraucherpreise ausmachen, stellen höhere Lebensmittelpreise eine besondere Herausforderung dar, da sie zu sozialen Unruhen führen und die öffentlichen Finanzen belasten.

Lateinamerika vor Wachstums- hindernissen

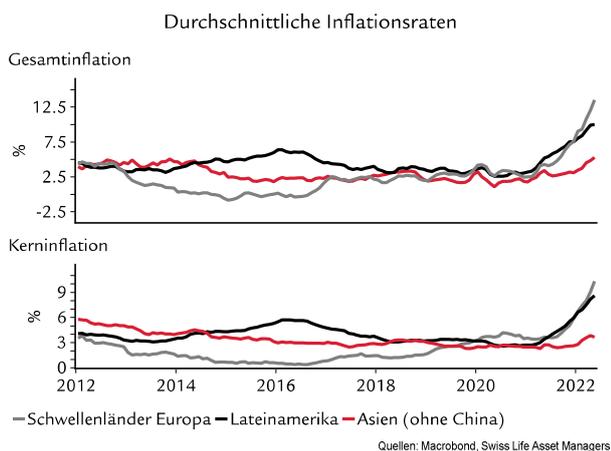
Lateinamerika sieht sich in der zweiten Jahreshälfte mit mehreren Wachstumshindernissen konfrontiert. Obwohl die Staaten von Lateinamerika als Rohstoffexporteure vom Anstieg der Rohstoffpreise profitieren, werden die Wachstumsaussichten durch mehrere Gegenwinde beeinträchtigt. Erstens nimmt der Inflationsdruck zu und geht über die Lebensmittel- und Energiepreise hinaus, da neben der Gesamtinflation auch die Kerninflationen steigen (siehe Grafik 1). Dies zwingt die Zentralbanken, die bereits erhebliche Zinserhöhungen vorgenommen haben, ihren Zinserhöhungszyklus fortzusetzen. In Brasilien beispielsweise hat der Leitzins der Zentralbank mit 13.25% einen zweistelligen Wert erreicht, während er vor nur zwölf Monaten noch bei 4.25% lag. Auch die mexikanische Zentralbank beschleunigt ihre Zinserhöhungsschritte und erhöhte im Juni den Leitzins um 75 Basispunkte auf 7.75%. Diese hohen Zinssätze wirken sich negativ auf die Investitionen und die Wirtschaftstätigkeit aus. Gleichzeitig führen die steigenden Lebenshaltungskosten immer häufiger zu sozialen Unruhen. Zuletzt brachen in Ecuador gewaltsame Proteste aus, welche die Ölproduktion – Ecuadors wichtigstes Exportprodukt – stark beeinträchtigten, nachdem Demonstranten Ölfelder gestürmt hatten. Gleichzeitig nimmt die wirtschaftspolitische Unsicherheit, insbesondere die Ungewissheit über den künftigen Kurs der Regierungspolitik, zu, da Lateinamerika einen politischen Linksruck vollzieht und Investoren durch eine potenziell interventionistische Politik verunsichert (siehe Grafik 2). Nach den Erfolgen der Linken in Chile

und Peru im vergangenen Jahr ist auch Kolumbien dem Trend gefolgt und hat zum ersten Mal in seiner jüngeren Geschichte mit Gustavo Petro einen linksgerichteten Politiker zum Präsidenten gewählt (siehe «Die Zahl»). Gleichzeitig zeigen Umfragen auf, dass Brasiliens linker Kandidat Luiz Inacio Lula da Silva bei den Wahlen im Oktober einen grossen Vorsprung vor dem amtierenden Präsidenten Jair Bolsonaro hat.

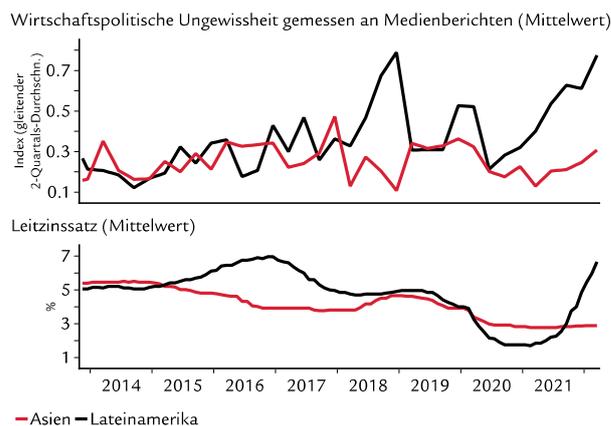
Erhöhte Kreditrisiken in den Frontier-Märkten

Das externe Umfeld für die Schwellenländer verschlechtert sich rapide. Während des pandemiebedingten Konjunkturerinbruchs lockerte die US-Notenbank ihre Geldpolitik erheblich und die Regierung führte ein umfangreiches Konjunkturpaket ein, das zu einem Anstieg des Welthandels beitrug und die Risikobereitschaft und damit auch die Schwellenländer stützte. Nun aber wendet sich das Blatt. Steigende Inflationsraten zwingen die Zentralbanken auf breiter Front zu einer Straffung der Geldpolitik, die externe Güternachfrage ebbt allmählich ab und der Krieg in der Ukraine sorgt für geopolitische Unsicherheit. Dies alles geschieht vor dem Hintergrund einer deutlichen Verschlechterung der Fundamentaldaten vieler Schwellenländer. Die Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite haben sich in den letzten zehn Jahren deutlich vergrößert. Nun erhöhen die steigenden Zinsen den Refinanzierungsdruck auf eine Vielzahl von Schwellenländern deutlich. Besonders anfällig sind eine Reihe von kleineren, riskanteren Schwellenländern, sogenannten Frontier-Märkten, in Afrika, im Nahen Osten und in Latein-

Grafik 1: Nicht nur die volatile Gesamtinflation, sondern auch die Kerninflation steigt rasant an



Grafik 2: Hohe Zinssätze und wirtschaftspolitische Unsicherheit belasten Lateinamerikas Wirtschaft



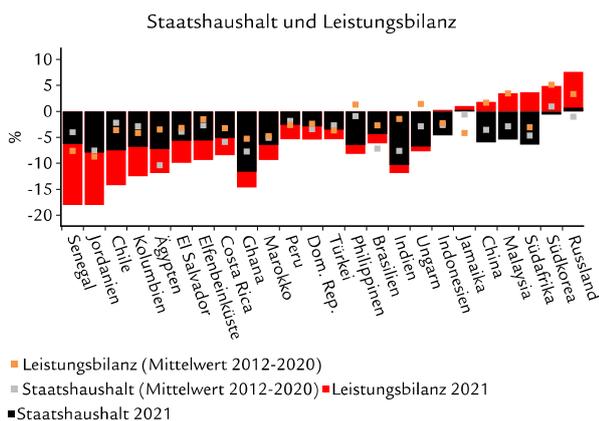
amerika wie beispielsweise Senegal, Jordanien, Ägypten oder El Salvador (siehe Grafik 3). In einem äusserst negativen Szenario könnten Kreditausfälle in diesen Ländern die Risikoaversion gegenüber anderen grösseren Volkswirtschaften verstärken und hochverschuldete Länder wie Brasilien oder Südafrika in eine prekäre Situation bringen.

China: holpriger Weg zur Besserung

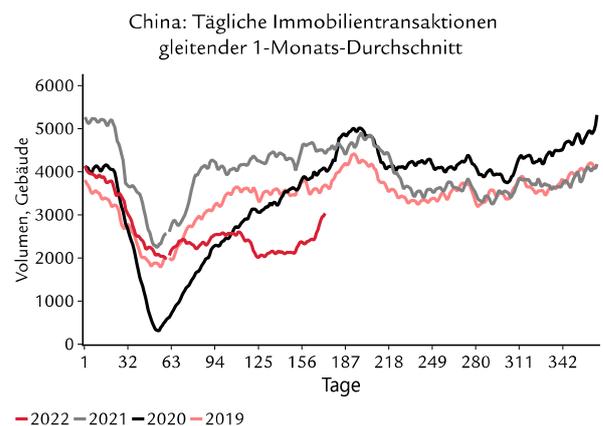
Nach dem zweimonatigen Lockdown in Shanghai, der im Juni endete, befindet sich Chinas Wirtschaft auf dem Weg der Besserung. Bereits die Wirtschaftsdaten für den Monat Mai zeigten eine deutliche Erholung auf. Die Industrieproduktion rückte mit einem Wachstum von 0.7% im Vergleich zum Vorjahr sogar leicht ins Positive. Hochfrequente Daten für den Monat Juni deuten inzwischen auf eine noch deutlichere Verbesserung der Wirtschaftsleistung hin. Mitte Juni erreichte der tägliche Stauindex in den fünf grössten Städten des Landes wieder das Niveau vor dem Lockdown, was auf eine deutliche Verbesserung der Mobilitätssituation hindeutet. Auch im angeschlagenen Immobiliensektor begannen die täglichen Immobilientransaktionen zuzunehmen, obwohl sie noch immer unter dem Vorjahresniveau liegen. Das Schlusslicht bei der Erholung bleibt der Konsum. Die täglichen Autoverkäufe stiegen zwar leicht an, liegen aber weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Dies zeigt, dass die Konsumenten die Zukunftsaussichten der Wirtschaft

oft mit Sorge betrachten und vor dem Kauf von grösseren Anschaffungen zurückschrecken. Ein Grund für diese Zurückhaltung ist, dass die Arbeitslosenquote, die derzeit bei 5.9% liegt, im Vergleich zu 2021 deutlich höher ist. Die Situation bei den Jugendlichen ist dabei besonders prekär. Fast ein Fünftel der 16- bis 24-Jährigen ist arbeitslos. Ein weiterer bedeutender Grund ist Chinas Null-Covid-Strategie, an der die Regierung weiterhin festhält. Die Wiedereröffnung Shanghais zum Beispiel ist mit verschiedenen Eindämmungsmassnahmen verbunden. Neben verschiedenen Orten, wie Restaurants, die ganz oder teilweise geschlossen bleiben, müssen Shanghais Bewohner regelmässig PCR-Tests ablegen, um öffentliche Verkehrsmittel benutzen zu können. Darüber hinaus werden bei positiven Fällen die entsprechenden Stadtviertel wieder abgesperrt. Daher wird der Weg der wirtschaftlichen Erholung ein holpriger sein, solange der Null-Covid-Ansatz bestehen bleibt. Ein Auslöser, der Chinas Covid-Eindämmungsstrategie in Richtung eines flexibleren Ansatzes bewegen könnte, ist eine breitere Durchimpfung der vulnerablen Bevölkerung mit einer dritten Impfdosis. Zwar gibt es keine regelmässig veröffentlichten Informationen zu den Impfraten in den einzelnen Altersgruppen in China, doch tauchen in den staatlichen Zeitungen immer mehr Schlagzeilen auf, die behaupten, dass sich die Impfquote der älteren Bevölkerung erhöhe. Dies deutet darauf hin, dass sich die Regierung stärker auf die Impfung älterer Menschen konzentriert, was ihr mehr Spielraum geben könnte, um allenfalls im nächsten Jahr von ihrem derzeitigen strengen Eindämmungsregime abzurücken.

Grafik 3: Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite haben sich über die letzten 10 Jahre vergrössert



Grafik 4: China: Aktivität im Immobiliensektor hat Talsohle erreicht, bleibt aber unter den Vorjahren



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



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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.

Juli 2022

Zinsen und Anleihen

«Shock & awe»

USA

- Die Renditen von US-Staatsanleihen erlebten im Juni eine Achterbahnfahrt, nachdem die zehnjährige Rendite aufgrund unerwartet hoher Inflationsszahlen um über 60 BP auf 3.5% angestiegen war, um gegen Monatsende wieder zu sinken. Aufgrund des sich verschlechternden Konjunkturausblicks weiteten sich die Kreditspannen um 18 BP aus.
- Das Fed überraschte die Märkte mit einem grossen Zinsschritt von 75 BP im Juni, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Die Märkte erwarten, dass die Leitzinsen Anfang 2023 bei 3.5% ihren Höhepunkt erreichen werden, gehen aber von Zinssenkungen für die zweite Hälfte 2023 aus, da Wirtschaftswachstum und Inflation abflauen dürften.

Eurozone

- Die Kreditspannen weiteten sich infolge schwächerer Fundamentaldaten und abnehmender technischer Unterstützung durch die Zentralbanken stark um 38 BP aus. Auch die Zinsen stiegen deutlich.
- Trotz anziehender Inflation bleibt die EZB bei ihrem ursprünglich kommunizierten Pfad zur Einstellung der Anleihenkäufe und zur Anhebung der Zinsen ab Juli. Wegen der stark steigenden Renditen italienischer und griechischer Staatsanleihen arbeitet die EZB an einem Anti-Fragmentierungsinstrument, um zu verhindern, dass die Risikoprämien der Peripherie zu stark ansteigen.

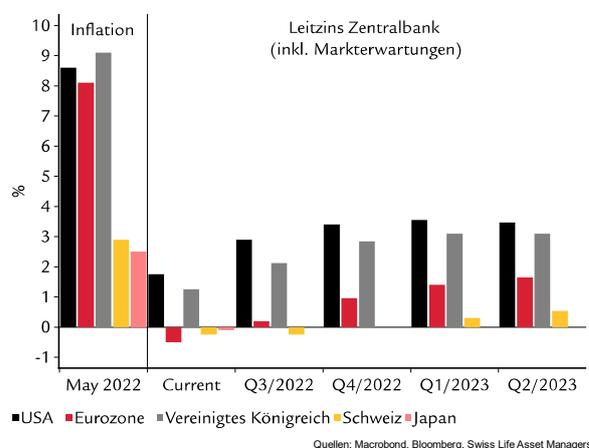
Vereinigtes Königreich

- Auch britische zehnjährige Renditen schwankten im Juni. Sie stiegen um 55 BP, sanken wieder und lagen Ende Monat 25 BP höher als zu Beginn.
- Die BoE erhöhte die Zinsen um weitere 25 BP; bis Jahresende sind sechs weitere Schritte eingepreist.

Schweiz

- Die Staatsanleiherenditen legten bis Mitte Monat stark zu, um dann wieder zu sinken.
- Die SNB erhöhte die Zinsen unerwartet um 50 BP, um den Inflationsdruck zu lindern. Die SNB dürfte den Leitzins im September erneut anheben.

Märkte erwarten schon 2023 erste Zinssenkung in den USA



Die Zentralbanken schätzten die Inflation fast ein Jahr lang falsch ein und müssen nun die finanziellen Bedingungen in einer abflauenden Weltwirtschaft straffen. Wegen unterschiedlicher Mandate und wirtschaftlicher Rahmenbedingungen variieren die geldpolitischen Reaktionen recht stark. BoE, Fed und SNB wurden aggressiver und wollen die Nachfrage senken, um ihr 2%-Inflationsziel zu erreichen. Andere wie die EZB diskutieren bereits neue Anleihenkäufe oder Anti-Fragmentierungsinstrumente, bevor der erste Zinsschritt überhaupt erfolgt ist. Die Bank of Japan ist noch weniger besorgt und hält an der Zinskurvenkontrolle fest, obschon dies den Druck auf den Yen weiter erhöht. Dennoch haben höhere Zinsen und das Ende der Anleihenkäufe dafür gesorgt, dass die Finanzmärkte in den letzten Monaten Billionen eingebüsst haben. Zudem weist das Bild einer starken Wirtschaft, die hohe Zinsen verkraftet, Risse auf. Eingehende Daten deuten auf eine Abschwächung hin, die Inflation bleibt noch länger hoch. Die Zentralbanken dürften daher die Finanzbedingungen weiter verschärfen. Eine Rezession wird in Europa und den USA immer wahrscheinlicher. Angesichts des schwächeren Makroumfelds sehen wir nur begrenzten Spielraum für steigende 10-jährige Renditen und bauen unsere kurze Durationsposition ab. Bei den Firmenanleihen dürften die Kreditspannen zulegen.

Aktien

Rezessionsängste bremsen den Markt

USA

- Der Juni war ein weiterer schlechter Monat für den US-Aktienmarkt, der nun zum Bärenmarkt geworden ist. Er büsste im Juni 7.4% und seit Jahresbeginn 20.5% ein.
- Die Marktbewertung sank so schnell wie noch nie. Mit einem erwarteten KGV (aktueller Kurs dividiert durch Gewinnerwartung in einem Jahr) von 16.8 ist der Markt nicht billig, sondern neutral bewertet.
- Trotz zunehmender Rezessionsrisiken sind die Schätzungen zum Gewinnwachstum und zu den Margen noch nicht deutlich gesunken.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste im Juni 6.6% und seit Jahresbeginn 16.3% ein.
- Mit einem erwarteten KGV von rund 12 ist der Markt nun attraktiv bewertet. Die EZB wird aber im Juli mit Zinserhöhungen beginnen und der Ukrainekrieg fordert in der Wirtschaft seinen Tribut.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt konnte sich im Juni nicht von anderen Märkten lösen. Er büsste 3.2% ein, legte aber 2022 immer noch um 3.8% zu.
- Er ist der günstigste Grossmarkt. Die BoE erhöht aber die Zinsen rasch und die Wachstumserwartungen für 2023 sind sehr gering.

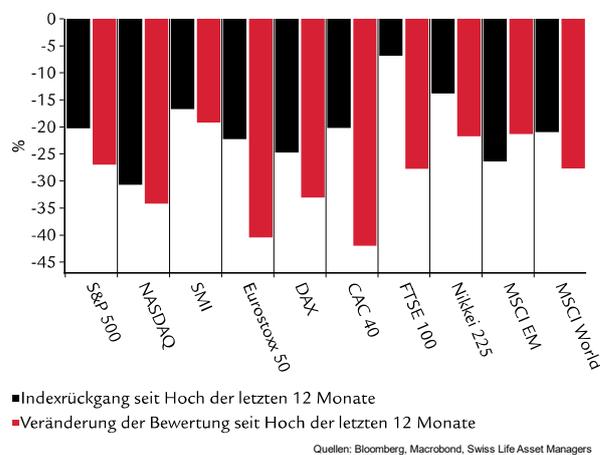
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im Juni 6.7% und seit Jahresbeginn 15.4% ein. Sein defensiver Charakter schlug sich dieses Jahr nicht in besseren Renditen nieder.
- Einige Index-Schwergewichte sind so tief bewertet wie seit Jahren nicht mehr.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer verloren im Juni 4.1%. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -15.4% in USD und -11.6% in Lokalwährung.
- Nach einer langen Unterperformance zeichnet sich eine Stabilisierung ab und zuletzt entwickelten sich Schwellenländer leicht besser als Industrieländer.
- Schwellenländer stehen weniger unter Druck, die Zinsen anzuheben, da die Realzinsen mehrheitlich positiv sind und China wegen der schwerwiegenden Folgen der Null-Covid-Politik geld- und fiskalpolitische Massnahmen eingeleitet hat. Wir halten nun ein Übergewicht in Schwellenländeraktien.

Viele Indizes neu in einem Bärenmarkt



Die meisten globalen Aktienmärkte befinden sich seit einigen Wochen in einem Bärenmarkt (Verlust von mind. 20% vom Höchst- zum Tiefststand). Der globale Aktienmarkt büsste rund 20% ein, der Nasdaq Composite Index gar über 28%. Die Bewertungen, gemessen am erwarteten KGV, sanken mindestens gleich stark wie die Kurse. Gemessen am erwarteten KGV beträgt der Bewertungsrückgang 25 bis 45%. Das heisst, dass dieser Bärenmarkt, anders als viele andere, bisher nicht von sinkenden Gewinnerwartungen getrieben wurde. Die aktuellen Bewertungen liegen nun im historischen Durchschnitt, d. h., Aktien sind neutral bewertet, sofern keine Gewinnkorrekturen nach unten vorgenommen werden. Verglichen mit Tiefpunkten in Bärenmärkten sowie früheren Phasen von Rezession und hoher Inflation bleiben die Bewertungen jedoch hoch. In den letzten beiden US-Bärenmärkten 2001–2003 und 2008–2009 betrug die Bewertungstiefststände (erwartetes KGV) 15 bzw. 12, aktuelle 16.8. Damals lagen die Realzinsen aber viel höher. Gewinnmargen auf Allzeithochs und Schätzungen zum Gewinnwachstum für 2022 und 2023 bei rund 10% stellen weitere Risiken dar. In einer leichten Rezession, unserem Basisszenario, sind solche Wachstumserwartungen zu hoch und die Gewinnmargen dürften schrumpfen. Die Gewinnergebnisse für das Q2 2022, die ab Juli publiziert werden, werden Aufschluss diesbezüglich geben. Einerseits erscheint die aktuelle Bewertung des Aktienmarkts deutlich attraktiver als noch vor Kurzem. Andererseits dürfte eine leichte Rezession noch nicht voll eingepreist sein. Alles in allem erfordert dies eine leicht defensive Haltung, auch wenn jederzeit eine kurzfristige Erholungsrally eintreten könnte.

Währungen

EUR/CHF: Parität als neue Realität

USA

- Im Juni war der USD – zusammen mit dem CHF – die performancestärkste Industrieländerwährung und wertete handelsgewichtet fast 3% auf.
- Die höheren Erwartungen bezüglich einer Straffung der Geldpolitik des Fed und die allgemeine Risk-off-Stimmung der Anleger trugen dazu bei.
- Das Fed dürfte bei der Inflationsbekämpfung stärker engagiert bleiben als seine Pendanten in Europa und Japan. Deshalb erwarten wir für die nächsten drei Monate einen stärkeren USD.

Eurozone

- Der EUR wertete im Juni vs. USD und CHF ab, vs. GBP und den nordischen Währungen jedoch auf.
- Zunehmende Rezessionsrisiken und Sorgen bezüglich der Spreads auf südeuropäischen Anleihen dürften trotz hoher Inflation bei der EZB für Vorsicht sorgen. Der EUR dürfte in den nächsten drei Monaten vs. USD und CHF weiter abwerten.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP hatte einen schwachen Juni, weil eingehende Daten auf ein abnehmendes Momentum der britischen Wirtschaft hinwiesen.
- Unsere Sicht auf GBP/USD für die nächsten drei Monate ist negativ, aber das GBP dürfte sich vs. EUR weitgehend seitwärts bewegen.

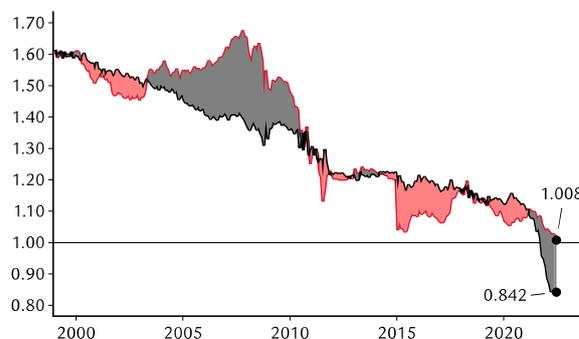
Schweiz

- Der CHF profitierte von der überraschenden Zinserhöhung der SNB und erreichte Ende Juni vs. EUR Parität.
- Die aktuelle Risk-off-Stimmung der Anleger, geopolitische Spannungen, Rezessionsrisiken und eine proaktive SNB sprechen für eine weitere CHF-Aufwertung vs. EUR in den nächsten drei Monaten.

Japan

- Die Bank of Japan wehrte Spekulationsangriffe auf ihre Zinskurvenkontrollpolitik ab. Dadurch weiteten sich die Renditedifferenzen vs. andere Industrieländer aus und der JPY wertete weiter ab.
- USD/JPY erreichte den höchsten Stand seit 1998 und könnte angesichts des Ziels der Bank of Japan, ihre ultraexpansive Geldpolitik beizubehalten, kurzfristig weiter ansteigen. Für die nächsten drei Monate dürfte USD/JPY jedoch etwas tiefer gehandelt werden, da der JPY nun klar unterbewertet ist.

Parität EUR/CHF, aber wohl immer noch unterbewertet



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) überraschte letzten Monat, indem sie den Leitzins an ihrer Quartalsitzung vom 16. Juni um 50 BP anhebte. Diese Massnahme kam früher als von uns und den meisten Marktteilnehmern erwartet und der CHF wertete unmittelbar nach der Ankündigung vs. allen Hauptwährungen um rund 2% auf. Der CHF wertete im restlichen Monat weiter auf und erreichte am 29. Juni vs. EUR Parität. Am interessantesten an der SNB-Kommunikation war nicht die Zinserhöhung an sich, sondern der veränderte Tonfall bezüglich der Währung. Vorbei sind die Zeiten, als sich die SNB über den starken CHF beschwerte. Nun scheint sie eine stärkere Währung sogar als Schutz vor importierter Inflation zu begrüssen. Möglich wurde dieser grosse Kurswechsel durch das starke Inflationsgefälle zwischen der Schweiz und der Eurozone, das den «fairen Wert» des Wechselkurses EUR/CHF sinken liess. Eine Art, den fairen Wert einer Währung zu ermitteln, ist, die Kaufkraftparität (KKP) zu betrachten, d. h. den Wechselkurs, der in beiden Volkswirtschaften die gleiche Menge an Waren kauft. Gemäss den Konsumentenpreisen ist der CHF vs. EUR immer noch überbewertet, was heisst, dass das Preisniveau in der Schweiz im Durchschnitt über dem der Eurozone liegt. Betrachtet man aber die durchschnittlichen Produktionspreise, die mehr handelbare Güter beinhalten und für die Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exporteure relevanter sind als die Konsumentenpreise, ist der CHF gemäss Bloomberg-Daten sogar deutlich unterbewertet (s. Grafik). Daher könnte der CHF weiter aufwerten, ohne bei der SNB Nervosität auszulösen.

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 gt 1, NO-0161 Oslo.

Juli 2022 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Ein Monat zum Vergessen

Zusammenfassung

- Das Ende des Tiefzinszyklus, hohe Inflation, Lieferkettenprobleme, Covid und geopolitische Spannungen bremsen die Weltwirtschaft. Eine leichte Rezession im Jahr 2023 ist somit unser Basisszenario.
- Die Zentralbanken sind in ihren Bemühungen, die Inflation einzudämmen, viel aggressiver geworden. Mit Ausnahme der Bank of Japan werden alle grossen Zentralbanken bis Juli 2022 damit begonnen haben, die Leitzinsen zu erhöhen.
- Die Bewertungen von Anleihen und Aktien wurden attraktiver, bewegen sich aber immer noch im neutralen Bereich. Gegenüber Aktien sind Anleihen attraktiver geworden. Die Realzinsen bleiben aber tief.
- Angesichts des Rezessionsrisikos bei steigenden Zentralbankzinsen bleiben wir defensiv positioniert.

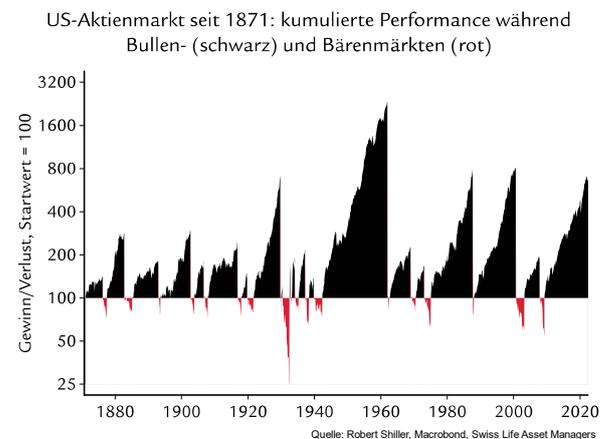
Zinsen und Anleihen

- Die Renditen auf Staatsanleihen stiegen seit Jahresbeginn um rund 1.5–2.2 Prozentpunkte (PP). Im Juni legten sie um weitere 0.3 bis 0.5 PP zu.
- Globale Investment-Grade-Unternehmensanleihen verloren seit Jahresbeginn 14.4%, High-Yield- und Schwellenländeranleihen (in USD) 14.0% bzw. 19.5%. Eine solche Korrektur an den Anleihenmärkten gab es bisher noch nie.
- Die SNB erhöhte die Zinsen im Juni unerwartet um 0.5 PP. Die EZB wird im Juli damit beginnen, die Leitzinsen anzuheben.

Aktien

- Die Aktienmärkte von Industrieländern büssten seit Jahresbeginn 19.3% ein, die Schwellenländer verloren 15.4% (beide in USD). Der Juni war ein miserabler Monat mit Verlusten von 7.3% bzw. 4.0%.
- Die Bewertungen der Aktienmärkte verbesserten sich, aber die Risikoprämien für Aktien, welche die relative Attraktivität von Aktien vs. Anleihen messen, gingen markant zurück. Die Margen der Unternehmen dürften schrumpfen und die Gewinneinschätzungen spiegeln unserer Ansicht nach die Aussicht auf eine leichte Rezession nicht ganz wider.

Bärenmärkte dauern in der Regel ein bis zwei Jahre



Aktienmärkte befinden sich nun im Bärenmarkt (Korrektur von Höchst- bis Tiefststand von mind. 20%) und die Anleihenmärkte verzeichneten die grössten Verluste seit über 40 Jahren. Ein derart starker, gleichzeitiger Rückgang hat es noch nie gegeben. Angesichts unseres Basisszenarios einer leichten Rezession lohnt sich ein Blick auf frühere Bärenmärkte und Rezessionen. Erstens fallen fast alle Aktien-Bärenmärkte mit Rezessionen zusammen, Anleihen-Bärenmärkte hingegen treten nicht mit einer Rezession auf. Historisch bieten Anleihen also in Aktien-Bärenmärkten Diversifikationsvorteile. Seit 1870 gab es in den USA 17 Bärenmärkte (siehe Grafik), die ca. ein bis zwei Jahre dauerten und im Mittel alle acht bis zehn Jahre auftraten. Bullenmärkte sind im Schnitt viel länger. Die Verluste am Bärenmarkt betragen 25 bis 50% (ausser 1929) und die Verluste sind allgemein hoch, wenn der Bärenmarkt mit einer schweren Rezession einhergeht. Da wir eine leichte Rezession erwarten, halten wir Verluste um die 50% für unwahrscheinlich.

Konsequenzen für das Portfolio

Wir bleiben mit einer Übergewichtung von Cash und Immobilien vorsichtig. Anleihen und Aktien bleiben untergewichtet. Bei Gelegenheiten können wir unsere Barbestände einsetzen.

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.