

August 2022

Kernaussagen

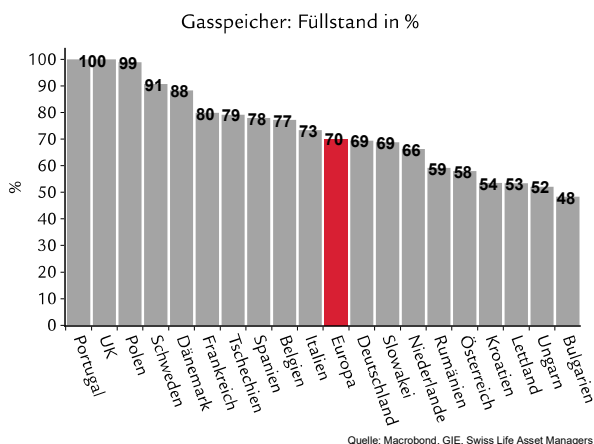
- Eurozone: Massnahmen gegen die Gaskrise und anhaltende Unsicherheit dürften das BIP-Wachstum abwürgen
- USA und Grossbritannien: Solide Zahlen und Rekordinflation zwingen Zentralbanken zu Bremsmanövern
- Der Zustand von Chinas Immobiliensektor ist schlechter als erwartet; Infrastruktur als neuer Wachstumstreiber

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	2.0% ↓	2.1% ↓	0.8% ↓	1.0% ↓	8.3%	7.9% ↑	3.8%	3.7% ↑
Eurozone	2.7% ↓	2.7% ↓	1.1% ↓	1.4% ↓	7.7% ↑	7.5% ↑	3.4% ↑	3.7% ↑
Deutschland	1.6% ↓	1.6% ↓	1.0% ↓	1.6% ↓	7.2% ↑	7.2% ↑	3.7% ↑	3.6% ↑
Frankreich	2.4% ↓	2.3% ↓	1.2% ↓	1.3% ↓	5.2% ↑	5.3% ↑	2.9% ↑	3.1% ↑
Grossbritannien	3.5%	3.3% ↓	0.1% ↓	0.5% ↓	8.6% ↑	8.6% ↑	5.3% ↑	5.6% ↑
Schweiz	2.5%	2.5%	1.2%	1.5% ↓	2.6% ↑	2.6% ↑	1.5% ↑	1.4% ↑
Japan	1.3% ↓	1.6% ↓	1.6%	1.7% ↓	2.0%	2.0% ↑	1.2% ↑	1.3% ↑
China	3.5% ↓	4.2% ↓	5.3% ↑	5.4% ↑	2.3%	2.2%	2.0%	2.3%

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

Grafik des Monats



Die Füllstände bei den Gasspeichern sind derzeit in aller Munde. Aber Vorsicht bei der Interpretation: Grossbritannien hat volle Gasspeicher, die aber im Vergleich zum Konsum verschwindend klein sind, während die halbleeren österreichischen Speicher immerhin die Hälfte des nationalen Jahreskonsums decken. Über ganz Europa ist man gut unterwegs, die von der Europäischen Kommission geforderten 80% Füllstand per 1. November zu erreichen, was gemäss Experten für diesen Winter selbst bei einem russischen Gaslieferstopp reichen sollte (mit begleitenden Massnahmen). Offen – und bislang kaum diskutiert – ist aber in diesem Worst-Case-Szenario, wie die Speicher für den Winter 2023/24 wieder gefüllt werden können.

USA

Warten auf die Rezession

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.0%	2022: 2.1%
2023: 0.8%	2023: 1.0%

Ökonomen und Finanzmärkte sind sich grösstenteils einig: Die Rezession in den USA kommt! Die Debatte dreht sich hauptsächlich um die Frage, wann sie eintritt und wie hart sie ausfällt. Der teils geäusserten Idee, dass sich die USA bereits in einer Rezession befinden, würden wir eine Absage erteilen. Dazu sind die Zahlen aus dem Arbeitsmarkt und der Industrie noch zu robust, und der private Konsum hat im ersten Halbjahr auf realer Basis sogar leicht zugelegt. Wo wir bereits rezessive Tendenzen sehen, ist auf dem US-Häusermarkt. Die Zinswende hat sich sehr schnell in höheren Hypothekensätzen niedergeschlagen, und die Transaktionen bestehender Liegenschaften sind im ersten Halbjahr um 16% eingebrochen. Interessant ist, dass der positive Trend bei den Häuserpreisen ungebrochen ist, wie sich beim vielbeachteten Case-Shiller House Price Index (+8% im ersten Halbjahr) und auch beim Eigenmietwert («Owner's Equivalent Rent») im Konsumentenpreisindex zeigt (+3% im ersten Halbjahr). Der Eigenmietwert wird mittels Umfrage bei Hauseigentümern erhoben und hat jüngst an Dynamik zugelegt, was gegen eine unmittelbare Rezession spricht (diese Komponente reagiert in der Regel sehr sensibel auf Rezessionsängste). Wir halten eine milde Rezession im nächsten Jahr noch immer für das wahrscheinlichste Szenario.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.3%	2022: 7.9%
2023: 3.8%	2023: 3.7%

Die Inflation hält sich in den USA hartnäckig. Sie legte im Juni von 8.6% auf 9.1% zu, getrieben durch höhere Energiepreise. Die Kerninflation ging weniger stark zurück als erwartet (von 6.0% auf 5.9%) und zeigt nach wie vor eine Verbreiterung des Teuerungsdrucks. Im Juni auffällig waren deutliche Preissteigerungen bei Mieten (7.2% Gewicht im Warenkorb) und beim Eigenmietwert (23.5% Gewicht). Diese Komponenten verzeichneten auf monatlicher Basis den stärksten Preissprung seit 1986 respektive 1990.

Eurozone

Die EZB tritt aus dem Schatten

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.7%	2022: 2.7%
2023: 1.1%	2023: 1.4%

Zehn Jahre nach Mario Draghis Versprechen, wonach die Europäische Zentralbank (EZB) alles unternehmen würde, um den Fortbestand der Währungsunion sicherzustellen, nehmen er und die Solidarität unter den Mitgliedsländern der Eurozone wieder eine Schlüsselrolle im europäischen Drama ein. Die EZB hat mit der Bekanntgabe einer Zinserhöhung um 50 Basispunkte dem Druck der Märkte nachgegeben. Gleichzeitig rief sie ein neues Instrument ins Leben, um nötigenfalls die befürchtete Fragmentierung der Finanzmärkte innerhalb der Eurozone zu verhindern. Diesem Entgegenkommen der EZB zum Trotz musste Mario Draghi seine neue Rolle als Italiens Ministerpräsident aufgeben und den Weg zu Neuwahlen freimachen. Gemäss Umfragen unter Investoren durch die Firma Sentix wird das Risiko eines Ausscheidens Italiens aus dem Euro aktuell als höher eingestuft als zum Höhepunkt der Schuldenkrise im Jahr 2012. Europas Solidarität wird aber nicht nur im Zusammenhang mit der Währungsunion strapaziert. Neuerdings werden auch gemeinsame Anstrengungen eingefordert, um rasch von russischem Erdgas unabhängig zu werden. Vom Erfolg dieser Bestrebungen hängen der kurzfristige Wachstumsausblick und die Inflationsprognose für die Eurozone gleichermaßen ab.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.7%	2022: 7.5%
2023: 3.4%	2023: 3.7%

Erneut erfuhren unsere Inflationsprognosen für 2022 und 2023 eine Aufwärtsrevision. Gleiches gilt für die Konsensprognose. Wir erwarten einen weiteren Anstieg der Inflationsrate auf 8.9% per September 2022. Wenn wir das Risikoszenario eines Kollapses der Energieversorgung im kommenden Winter ausklammern, ist anschliessend von einer rückläufigen Inflationsdynamik auszugehen. Im Basisszenario fällt die Inflationsrate bis Ende 2023 wieder gegen 2%.

Deutschland An der Schwelle zur Rezession

BIP-Wachstum

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

Deutschlands Wirtschaft ist zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2022 starkem Gegenwind ausgesetzt. Die hartnäckige Inflation, Sorgen um die Energieversorgung im kommenden Winter und gestiegene Finanzierungskosten lassen eine Rezession immer wahrscheinlicher werden. Die Grössenordnung der Stornierungen in der Baubranche hat gemäss ifo-Institut im Juni den Umfang der Corona-Krise erreicht. Diese Entwicklungen lasten vor allem auf dem Verbrauchervertrauen: Trotz anhaltend tiefer Arbeitslosenquote verharrt die Stimmung der Konsumenten gemäss GfK auf einem Rekordtief seit Beginn der Erhebungen im Jahr 2005. Offensichtlich beunruhigten weder die Subprime-Krise noch Europas Schuldenkrise oder die Pandemie Deutschlands Konsumenten auch nur annähernd so stark wie die aktuelle geopolitische Situation. Besonders angeschlagen ist die Verfassung in Deutschlands Industrie: Gemäss vorläufigen Zahlen zum Einkaufsmanagerindex (PMI) für Juli fiel der Bestellungseingang weiter. Gleichzeitig füllen sich die Lager zunehmend, woraus sich schliessen lässt, dass die Industrieproduktion in den kommenden Monaten rückläufig sein dürfte. Doch auch die Werte des PMI für den Dienstleistungssektor fielen im Juli unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.2%	2022: 7.2%
2023: 3.7%	2023: 3.6%

Die erwähnten Unternehmerumfragen deuten auf eine weitere Entspannung bei den Lieferzeiten und wachsende Lagervorräte. Am Vorabend einer möglichen Rezession sind dies Vorboten von nachlassendem Preisdruck. Wie rasch diese Entwicklung bei den Verbraucherpreisen erkennbar wird, hängt von der kurzfristigen Lohndynamik und – ganz besonders – von der Preisentwicklung bei den fossilen Energieträgern ab. Deutschlands Versorgungssicherheit mit Gas über den kommenden Winter bleibt also weiterhin die grosse Unbekannte in der Aufbereitung einer Prognose zur Inflationsentwicklung.

Frankreich Weniger schlimm als anderorts

BIP-Wachstum

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

Im Lichte der gegenwärtigen wirtschaftlichen Verunsicherung in ganz Europa scheint Frankreich relativ besser aufgestellt als seine beiden Nachbarn Italien oder Deutschland. Im Vergleich zu Italien ist Frankreichs Regierung trotz verllorener Mehrheit im Parlament weiterhin handlungsfähig. Die im Unterschied zu Deutschland geringere Abhängigkeit der französischen Industrie von russischem Gas schützt das verarbeitende Gewerbe in Frankreich besser vor dem Risiko einer Energierationierung. Gleichwohl ist auch in Frankreich der Einkaufsmanagerindex für die Industrie gemäss vorläufigen Zahlen im Juli unter die Wachstumsmarke von 50 gefallen. Die Wirtschaft wird gestützt durch die starke Nachfrage im Dienstleistungssektor. Üblicherweise ist die Ertragsbilanz des Tourismus im dritten Quartal jeweils positiv. Im Jahr vor der Pandemie belief sich der Überschuss auf rund 1% des französischen Bruttoinlandsprodukts. Eine Rezession kann aufgrund der gestiegenen Lebenshaltungskosten und höherer Finanzierungskosten auch in Frankreich zu einem möglichen Szenario werden. Im Unterschied zu den erwähnten Nachbarn bleibt Frankreichs Wirtschaft aber besser aufgestellt, zumal auch jeglicher fiskalpolitische Spielraum genutzt werden wird.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.2%	2022: 5.3%
2023: 2.9%	2023: 3.1%

Unter den vier grossen Teilnehmerländern der Währungsunion sticht Frankreich mit einer vergleichsweise tiefen Inflationsrate heraus. Ein hoher Anteil administrativ festgelegter Preise im Index der Verbraucherpreise dämpft den Teuerungsdruck vorderhand ebenso wie der geringere Anteil der Energiekomponenten. Ein weiterer Vergleich zeigt auch, dass Frankreich weniger unter gestiegenen Importpreisen leidet als beispielsweise Deutschland. Die jüngste Ankündigung weiterer Senkungen der Treibstoffpreise in den Monaten September und Oktober dürfte den Teuerungsdruck spürbar mindern.

Grossbritannien Besser als erwartet

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 3.3%
2023: 0.1%	2023: 0.5%

Die Vorzeichen sind denkbar schlecht: politische Turbulenzen, Zinserhöhungen, Inflation und Brexit-Nachwehen in Form von Rekordstaus zum Ferienauftakt. Dennoch scheint die britische Wirtschaft den Widrigkeiten zu trotzen. Die Aktivitäts- und Umfragezahlen sind nicht gerade rosig, aber besser als gemeinhin erwartet. Im Gegensatz zu den USA und Kontinentaleuropa hat sich der Citi Economic Surprise Index, der einkommende Daten mit den Konsenserwartungen vergleicht, im Juli deutlich verbessert. So zeigten die monatlichen BIP-Zahlen für Mai solides Wachstum, getrieben durch die Industrie, den Bau und den Gesundheitssektor. Im Juli zeigten die Einkaufsmanagerindizes zwar nachlassende Dynamik bei Industrie und Dienstleistungen, aber die meisten Subindikatoren lagen – mit Ausnahme der Industrieaufträge – nach wie vor im Wachstumsbereich und höher als in der Eurozone. Folglich ist Grossbritannien das einzige Land neben der Schweiz ohne Korrektur unserer BIP-Prognose für 2022. Für 2023 rechnen wir nach wie vor mit einer milden Rezession, eine Folge der strafferen Geldpolitik und der schwächeren Weltkonjunktur. Bei der Gasversorgung im Winter sind das Hauptproblem ungenügende Gasspeicher. Grossbritannien ist deshalb neben der eigenen Produktion und Flüssiggas auf kontinuierliche Gasflüsse aus Norwegen via Pipeline angewiesen, um die auch Kontinentaleuropa konkurriert.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.6%	2022: 8.6%
2023: 5.3%	2023: 5.6%

Die Gas- und Elektrizitätspreise werden 2022 und 2023 zentrale Inflationstreiber bleiben. Wir rechnen damit, dass Grossbritannien unter den wichtigsten Industrieländern 2023 die höchste durchschnittliche Inflationsrate aufweisen wird. In Kombination mit anhaltend hoher Kerninflation (5.8% im Juni) und zuletzt besser als erwarteten Wirtschaftsdaten könnte die Bank of England den Straffungskurs beschleunigen, was wiederum die Rezessionsgefahr für 2023 erhöht.

Schweiz Vor einer Abschwächung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 1.2%	2023: 1.5%

Anders als im benachbarten Europa zeigte sich die Schweizer Wirtschaft bis zur Jahresmitte noch in robuster Verfassung. Die Binnenwirtschaft bleibt getragen von hoher Beschäftigung und Nachholeffekten im Dienstleistungssektor. Auch der Aussenhandel erwies sich über das zweite Quartal als stark. Nach einem Rückschlag unmittelbar nach dem russischen Angriff auf die Ukraine kletterte der Indikator zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität WWA des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) während des gesamten zweiten Quartals nach oben. Wir rechnen für diesen Zeitraum weiterhin mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorquartal um 0.6%. Während unsere Wachstumsprognose für das laufende Jahr nicht von der Konsensusprognose abweicht, bleiben wir weiterhin deutlich vorsichtiger, was den Konjunkturverlauf 2023 angeht. Dies, obwohl die Konsensusprognose während zweier aufeinanderfolgender Monate eine leichte Abwärtskorrektur erfuhr. Die Liste von Ursachen für die bevorstehende Abkühlung ist lang: Höhere Finanzierungskosten beeinträchtigen die Bautätigkeit und beschleunigen den Trend zu steigenden Firmenkursen. Die zunehmende Rezessionsgefahr in Deutschland und den USA wird in Form geringerer Auslandsnachfrage spürbar werden. Wie andernorts auch belastet die Gefahr einer Strommangelgefahr den Ausblick über die kommenden Monate.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.6%	2022: 2.6%
2023: 1.5%	2023: 1.4%

Der starke Franken entfaltet bereits eine dämpfende Wirkung via geringeres Risiko einer importierten Inflation. Im Juni verharrte die Jahresveränderungsrate des Produzenten- und Importpreisindex bei 6.9%. Der Landesindex der Konsumentenpreise besteht zu einem Viertel aus Importpreisen, zu denen auch Energieprodukte zählen. Der Effekt niedrigerer Importpreise auf die Inflation kann also erheblich sein. Nach wie vor sind aber teils erhebliche Preissteigerungen im Dienstleistungsbereich zu beobachten.

Japan Abenomics lebt weiter

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.3%	2022: 1.6%
2023: 1.6%	2023: 1.7%

Kurz nach dem schockierenden Tod des ehemaligen japanischen Premierministers Shinzo Abe errang seine Liberaldemokratische Partei zusammen mit den Koalitionspartnern bei den Parlamentswahlen einen grossen Sieg. Damit scheint die Regierung des aktuellen Premierministers Fumio Kishida bis auf Weiteres gesichert. Obwohl Kishida bei Amtsantritt das Wirtschaftsprogramm seines Vorgängers – bekannt unter dem Begriff Abenomics – als unzureichend kritisiert hatte, leben die drei Grundpfeiler in seiner im Juni veröffentlichten Agenda weiter: mutige Geldpolitik, flexible Fiskalpolitik und eine Wachstumsstrategie, die private Investitionen ermutigt. Ersterem Grundsatz folgt die japanische Zentralbank bisher treu, indem sie als noch einzige grosse Zentralbank ihre Geldpolitik im Juli weiterhin unverändert expansiv liess. Sie revidierte das prognostizierte Wirtschaftswachstum für das Fiskaljahr 2022 von 2.9 auf 2.4%, ein immer noch sehr optimistisches Szenario. Gleichzeitig unterstrich sie die extrem hohen Unsicherheiten für die japanische Wirtschaft wie die aktuell rekordhohen Covid-Infektionszahlen und die Auswirkungen des Ukrainekriegs. Gemäss dem Einkaufsmanagerindex vom Juli bleiben sowohl Industrie als auch Dienstleistungen im Wachstumsbereich, jedoch bei einer deutlich schwächeren Dynamik. Die neuen Bestellungen in der Industrie lagen zum ersten Mal seit September 2021 unterhalb der Marke von 50, was auf eine Kontraktion hindeutet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.0%	2022: 2.0%
2023: 1.2%	2023: 1.3%

Die japanische Zentralbank betrachtet den Anstieg der Kerninflation im Juni von 2.1 auf 2.2% nach wie vor als temporär. Um von ihrer expansiven Geldpolitik abzukommen, müsse zuerst ein nachhaltiger Preisdruck bei den Löhnen sichtbar werden. Der Reallohnindex liegt noch unterhalb der Pandemiehöchststände und auch nominal konnten die Vorpandemiewerte noch nicht überschritten werden (Daten bis Mai verfügbar).

China Neue Wachstumstreiber gesucht

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 4.2%
2023: 5.3%	2023: 5.4%

Chinas Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal deutlich langsamer als erwartet, worauf wir unsere BIP-Prognose für 2022 von zuvor 4.3% auf 3.5% senkten. Negativ überrascht hat insbesondere der Immobiliensektor. Sowohl die Immobilieninvestitionen als auch die Wohnbautätigkeit waren stark rückläufig. Die flauere Bautätigkeit war indessen auch Auslöser einer Welle von Verweigerung von Hypothekenzahlungen, da immer mehr vorverkaufte Wohnungsbauprojekte nicht fertiggestellt werden. Bislang macht das Ausmass des Hypothekenboykotts nur etwa 0.01% der gesamten Hypotheken im chinesischen Bankensektor aus. Dennoch würde eine steigende Zahl nicht fertiggestellter Wohnungsprojekte die Vertrauenskrise verschärfen und zu einem noch geringeren Absatz führen. Daher greift die Regierung ein und drängt die Banken, die Kreditvergabe für unvollendete Projekte zu erhöhen. Zudem wird offenbar erwogen, dass Immobilienkäufer ihre Hypotheken bei den betroffenen unvollendeten Projekten zwischenzeitlich nicht bedienen müssen. Diese Massnahmen dienen jedoch nur dazu, den Abwärtstrend des Sektors zu bremsen, nicht aber sein Wachstum anzukurbeln. Die Tage, in denen der Immobiliensektor als Wachstumsmotor für Chinas Wirtschaft diente, sind gezählt. Stattdessen sucht das Land nach alternativen Wachstumstreibern, indem es Investitionen in die Infrastruktur und die Fertigung von High-End-Produkten fördert.

Inflation

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

Chinas Verbraucherpreise sind im Juni um 2.5% gegenüber dem Vorjahr gestiegen; die Inflation blieb somit weiterhin moderat. Insbesondere die Kerninflation ist anhaltend tief und lag im Juni bei 1.0% (Mai: 0.9%). Dies widerspiegelt die gedämpfte Konsumnachfrage aufgrund der ungewissen Covid-Situation und potenzieller Lockdowns.

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 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.

August 2022

Zinsen und Anleihen

Bodenbildung oder weiteres Leid?

USA

- Trotz höherer Inflationszahlen sanken die Renditen zehnjähriger US-Treasuries im Juli um über 30 Basispunkte (BP), weil schwache Wirtschaftsdaten und sinkende Rohstoffpreise signalisieren, dass der Inflationshöchststand bald erreicht werden könnte und das Wirtschaftswachstum abflaut.
- Der Markt preist weiterhin einen früheren Höchststand des Fed-Leitzinses und danach aggressivere Zinssenkungen ein; für 2023 wurde bereits eine Reduktion um 50 BP eingepreist.

Eurozone

- Die EZB erhöhte die Zinsen erstmals seit über zehn Jahren, aber die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen sanken wegen schwacher Wirtschaftsdaten und Rezessionsängsten bezüglich der Energiekrise in Europa um 50 BP.
- Die Ankündigung des neuen Anti-Fragmentierungsinstrumentes der EZB, das Transmission Protection Instrument (TPI), half nicht, den Spread zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen einzudämmen, der im Juli infolge von Mario Draghis Rücktritt um 40 BP anstieg.

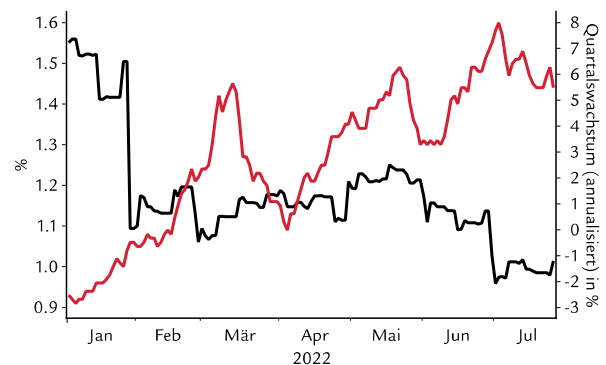
Vereinigtes Königreich

- Im Juli sanken die Renditen britischer Staatsanleihen beim Zehn-Jahres-Punkt um über 30 BP, die zweijährigen Renditen um rund 10 BP.
- Trotz der Konjunkturabschwächung halten die Märkte einen Zinsschritt von 50 BP im August durch die Bank of England für wahrscheinlicher als einen von 25 BP.

Schweiz

- Eine Verflachung der Zinskurve infolge globaler Rezessionsängste war auch in der Schweiz zu beobachten. Der Spread zwischen den Renditen zweijähriger und zehnjähriger Staatsanleihen verengte sich um rund 50 BP.
- Nach einer ersten aggressiven Leitzinserhöhung um 50 BP durch die SNB erwarten die Märkte nun einen sehr verhaltenen Zinsanhebungszyklus.

USA: Konjunkturabkühlung und weitere Kreditspannen



— US-Investment-Grade-Kreditspanne, links
— Atlanta Fed GDPNow (US GDP «Nowcaster»), rechts

Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Laut Zentralbankern und Politikern sind die Wirtschaft und die Konsumenten in den Industrieländern gesund und die Unternehmensbilanzen solide. Eine Verschlechterung der Finanzbedingungen sei deshalb verkräftbar. Es ist ein Mantra, das in den letzten Monaten oft aufgetaucht ist und gleich in Erinnerung bleiben dürfte wie die «vorübergehende Inflation». Die Einkaufsmangerindizes fielen derweil unter 50, was auf eine Kontraktion des Produktionssektors hindeutet, und die Konsumentenstimmung ist angesichts der steigenden Inflation und des negativen realen Lohnwachstums seit einiger Zeit schlecht. Die Unternehmensgewinne gingen im zweiten Quartal in den USA und Europa um 6% bzw. 41% zurück und das US-BIP schrumpfte im 1. Halbjahr 2022. Doch der Höhepunkt der Inflation ist noch nicht einmal erreicht, und die Märkte preisen für die Fed und die EZB bis Jahresende weitere Leitzinserhöhungen um 90 BP bzw. 100 BP ein, während die Zentralbankbilanzen schrumpfen. So dürfte es in den Märkten keine dauerhafte Bodenbildung geben, insbesondere in einer geopolitisch schwierigen Zeit. Sogenannte «Bärenmarkt-Rallys» sind zwar üblich und können einige Zeit andauern, aber die Kreditspannen dürften sich wieder ausweiten. Die Renditen auf Staatsanleihen haben den Höchststand wohl bereits gesehen, aber angesichts des jüngsten Rückgangs könnten die Renditen kurzfristig steigen.

Aktien

Erholung im Juli

USA

- Nach einem schwierigen Juni zog der US-Aktienmarkt im Juli an, bleibt aber seit Jahresbeginn 16.6% im Minus (alle Zahlen dieser Spalte per 25. Juli).
- Die Berichtssaison entspricht bis auf wenige Ausnahmen den Erwartungen. Viele Firmen wurden für die kommenden Quartale pessimistischer.
- Für 2022 und 2023 wird ein Gewinnanstieg von 5 bis 10% erwartet. In Rezessionen sinken die Gewinne jedoch im Mittel um ca. 15% (siehe Hauptartikel). Die Marktbewertung spiegelt daher noch nicht einmal das Risiko einer leichten Rezession wider.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone rentierte im Juli positiv und verlor seit Jahresbeginn 15.2%.
- Die Bewertung ist attraktiv, aber der Ukrainekrieg und die politische Situation in Italien hemmen den Markt stark. Die EUR-Abschwächung stärkt die Wettbewerbsfähigkeit, erhöht aber auch die Preise für importierte Güter.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt 2022 der mit Abstand beste Performer. Seit Jahresbeginn legte er 3.0% zu und die Juli-Rendite war positiv, wenn auch unter dem globalen Durchschnitt.
- Der britische Markt ist mit einem erwarteten KGV von ca. 10 und einer Dividendenrendite von 4.1% nach wie vor am tiefsten bewertet.

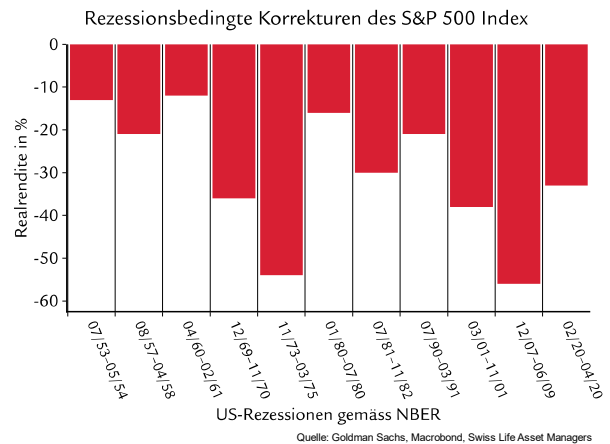
Schweiz

- Der Markt hat im Juli bisher zugelegt. Die Entwicklung seit Jahresbeginn bleibt jedoch mit -12.8% negativ. Insgesamt entwickelte sich der Schweizer Markt seit Jahresbeginn besser als die USA und Europa, aber schlechter als Grossbritannien und Japan.
- In der Folge wurde die Bewertung attraktiver und einige Indexschwergewichte können nun zu Niveaus gekauft werden wie seit vielen Jahren nicht mehr.

Schwellenländer

- Für die Schwellenländer war der Juli negativ. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -18.1%.
- Schwache Wirtschaftsdaten und negative Meldungen aus dem Immobiliensektor Chinas belasteten den Markt im Juli. Doch China setzt nun fiskal- und geldpolitische Impulse. Ohne weitere Lockdowns hat der Markt ein sehr attraktives Bewertungs- und Aufholpotenzial, obwohl die Risiken gross bleiben.

Aktienkorrektur von durchschn. 30% bei US-Rezessionen



Der US-Aktienmarkt korrigierte seit dem Peak um über 20% und befindet sich daher in einem Bärenmarkt. Historisch gesehen treten Bärenmärkte meist um eine Rezession herum ein. Gemäss unserem Ausblick, der eine US-Rezession 2023 enthält, dürfte dies auch diesmal so sein. In den elf rezessionsbedingten Korrekturen seit dem Zweiten Weltkrieg verlor der US-Aktienmarkt inflationsbereinigt im Mittel 30% (siehe Grafik). Somit liegt der aktuelle Rückgang nahe am historischen Durchschnitt. Den stärksten Verlust (-56%) gab es in der Finanzkrise 2007-2009, den geringsten in der Rezession von 1960 (-12%). Die Unternehmensgewinne sanken durchschnittlich nur um ca. 15% und der Aktienmarkt begann i. d. R. rund sieben Monate vor Beginn der Rezession zu sinken. Der Zeitraum vom Höchst- bis zum Tiefststand betrug im Mittel ca. 14 Monate. In den vier Quartalen nach Ende der Rezession stiegen die Gewinne durchschnittlich um 17%, d. h., die Gewinne erholten sich innerhalb eines Jahres wieder auf das Vor-Rezessionsniveau. Die derzeitige Lage ist in mehrfacher Hinsicht speziell. Erstens befinden wir uns in einem Zinsanhebungszyklus mit den höchsten Inflationsraten seit über 40 Jahren. Zweitens erwarten Analysten für 2023 einen Gewinnanstieg, und die Margen dürften auf Rekordhöhen verharren. In der Vergangenheit sanken die Margen jedoch bei einer Rezession um mehrere Prozentpunkte. Die aktuelle Bewertung der Aktienmärkte liegt im oder leicht unter dem historischen Durchschnitt, aber immer noch klar über früheren Bärenmarkt- und Rezessionstiefs. Dies beschränkt aktuell das Aufwärtspotenzial für Aktien, obwohl eine temporäre Rally möglich ist, wenn sich die Zinserwartungen ändern oder die geopolitischen Spannungen nachlassen.

Währungen

Ende der EUR-Schwäche nicht in Sicht

USA

- Der USD war im Juli wiederum stark und wertete vs. die meisten Industrieländerwährungen auf, ausser gegenüber Währungen grosser Rohstoffexporteure (CAD, AUD oder NOK).
- Der USD profitierte von steigenden Zinsen entlang der Zinskurve, da die Finanzmärkte in vielen Ländern, v. a. in Europa, ihre geldpolitischen Erwartungen revidierten.
- Das Fed dürfte bei der Inflationsbekämpfung stärker engagiert bleiben als seine Pendanten in Europa und Japan. Deshalb erwarten wir für den nächsten Monat einen stärkeren USD.

Eurozone

- Von den Industrieländerwährungen wies der EUR handelsgewichtet die mit Abstand schwächste Juli-Performance auf (-2.7%).
- Zunehmende Rezessionsrisiken wegen der europäischen Energiekrise und die politische Unsicherheit in Italien dürften in den kommenden Wochen zu einem noch tieferen EUR/USD-Wechselkurs führen.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP blieb vs. USD im Juli unverändert, wertete aber vs. EUR auf.
- Die eingehenden Wirtschaftsdaten fielen besser aus als erwartet und die Inflation bleibt sehr hoch. Dies dürfte zu einer rascheren Straffung der Geldpolitik durch die Bank of England führen als bisher erwartet. Wir änderten unsere Sicht auf GBP/USD von negativ zu neutral.

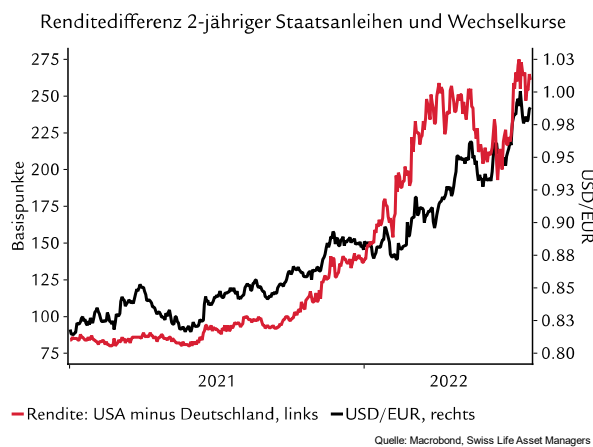
Schweiz

- Der CHF wertete im Juli handelsgewichtet 1.4% auf. EUR/CHF fiel auf ein neues Allzeittief.
- Bei diesen Niveaus ändern wir unsere Sicht auf EUR/CHF von negativ zu neutral.

Japan

- Der ungebrochene Aufwärtstrend von USD/JPY machte im Juli eine Pause, wobei der Wechselkurs zwischen 135 und 140 schwankte.
- Die Bank of Japan hält an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik fest, was im kommenden Monat für weitere JPY-Schwäche sorgen könnte, weil sich die Zinsdifferenzen v. a. vs. USA weiter ausweiten dürften.

Renditedifferenz zwischen USA und Europa als Wegweiser



Wie die SNB im Vormonat überraschte auch die EZB am 21. Juli mit einer Leitzinsanhebung um 50 BP, wobei 25 BP erwartet worden waren. EZB-Präsidentin Lagarde nannte in der Pressekonferenz nach der Sitzung zudem den Euro einen zusätzlichen Inflations-treiber, was auf Unruhe im EZB-Rat aufgrund der starken Euro-Abwertung seit Jahresbeginn hindeutet. Derweil verlief die Juli-Sitzung des FOMC ereignislos und das Fed vollzog die von den Märkten erwartete Anhebung um 75 BP.

Perfekte Bedingungen für eine Erholung des EUR vs. USD? Nicht wirklich. EUR/USD verharrte in der zweiten Monatshälfte beinahe auf Paritätsniveau. Der USD dürfte in den nächsten Wochen vs. EUR, JPY und CHF aufwerten. Wie in den Vormonaten dürfte die Zinsdifferenz («Carry») der wichtigste Treiber der USD-Stärke bleiben (siehe Grafik). Trotz der positiven Überraschung durch die EZB bezweifeln die Märkte aufgrund der grossen Rezessionsrisiken als Folge der europäischen Energiekrise immer noch, ob die EZB einen signifikanten Zinsanhebungszyklus vollziehen kann. Wir stimmen zu, glauben aber, dass die Finanzmärkte das Ausmass des US-Zinsanhebungszyklus immer noch etwas unterschätzen: Das Fed muss womöglich mehr Zinsschritte vornehmen als derzeit erwartet, um den hohen Inflationsdruck zu bekämpfen. Daher könnte das Carry, das bereits für den USD spricht, kommenden Monat sogar noch steigen und den USD stützen. Nachdem EUR/CHF das Paritätsniveau im Juni und Juli durchbrochen hat, sind wir nun neutral eingestellt.

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.

August 2022 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Aktien und Anleihen erholen sich im Juli

Zusammenfassung

- Der jüngste Anstieg der Marktvolatilität (bei sinkenden Anleiherenditen) ist darauf zurückzuführen, dass die globale Wirtschaftstätigkeit abflaut und die Rezessionsrisiken zunehmen, während die Inflationsaussichten ungewiss bleiben.
- Die Bewertung der Aktienmärkte hat sich verbessert, liegt aber immer noch über den Niveaus anderer Korrekturen oder während Rezessionen. Höhere Staatsanleiherenditen und Kreditspannen haben die Attraktivität von Anleihen jedoch etwas erhöht.

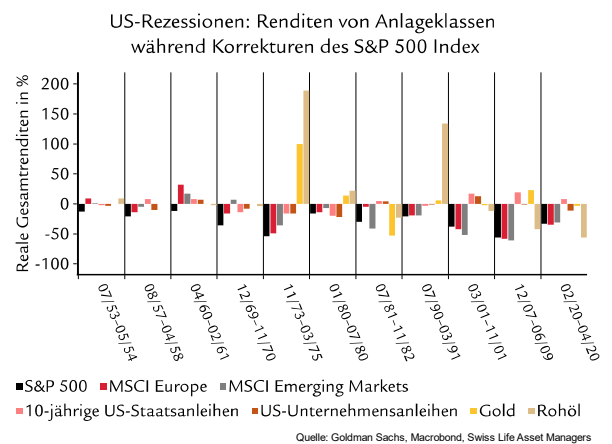
Zinsen und Anleihen

- Trotz des positiven Effekts sinkender Renditen im Juli bleiben die Gesamrenditen von Staatsanleihen im laufenden Jahr deutlich negativ. Dies gilt auch für globale Investment-Grade und High-Yield-Anleihen, welche im laufenden Jahr deutlich einbüßten.
- Die Renditen auf Staatsanleihen dürften infolge der Straffung der Geldpolitik durch die meisten grossen Zentralbanken ihren Aufwärtstrend wieder fortsetzen.
- Die Kreditspannen von Unternehmensanleihen sind zwar markant gestiegen, aber noch nicht weit genug, um für die Risiken einer globalen Rezession zu kompensieren.

Aktien

- Die Renditen der Aktienmärkte seit Jahresbeginn sind trotz der positiven Renditen im Juli stark negativ.
- Die Unternehmensgewinne entsprachen im zweiten Quartal 2022 mit ein paar grossen negativen Überraschungen bisher weitgehend den Erwartungen, aber der Ausblick der Unternehmen ist eher düster.
- Die Bewertungen der Aktienmärkte liegen nun auf oder unter den historischen Durchschnittswerten. Sie liegen aber weiterhin deutlich über dem Rezessionsniveau und sind weniger günstig, wenn man die höheren Zinsniveaus berücksichtigt.

US-Aktienmarktkorrekturen: andere Anlagen leiden auch



Unser Ausblick besagt für die USA eine leichte Rezession im Jahr 2023. Rezessionen führten in Vergangenheit zu einer schlechten Aktienperformance. Die rezessionsbedingte Korrektur des US-Aktienmarkts vom Höchst- bis zum Tiefststand beträgt seit dem Zweiten Weltkrieg im Mittel 30% (real). Bei solchen Korrekturen schnitten aber auch andere Anlagen nicht besonders gut ab (siehe Grafik). Eine Ausnahme ist die Entwicklung von Gold und Erdöl in den 70er-Jahren und in der Rezession von 1990/91. Die Nicht-US-Aktienmärkte hielten sich bei rezessionsbedingten Korrekturen des S&P 500 mit Durchschnittsverlusten von rund 20% etwas besser. Bemerkenswert ist, dass Anleihen im Mittel nur 1 bis 5% zulegten. Doch dies ist v. a. auf die Reaktion des Anleihenmarkts in den Jahren 1969, 1973 und 1980 zurückzuführen, als die Verluste über 10% betragen. Öl hat kein einheitliches Renditemuster. In der Ölkrise der 70er-Jahre und 1990/91 rentierte Erdöl mit über 100%, büsste aber bei den jüngsten Einbrüchen am US-Aktienmarkt über 40% ein.

Konsequenzen für das Portfolio

Wir bleiben vorsichtig positioniert und sind in Anleihen und Aktien untergewichtet. Unsere Cash-Allokation ist höher als üblich, da wir auf Chancen warten. In Immobilien sind wir übergewichtet.

Swiss Life Asset Managers



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



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

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

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

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

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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Grossbritannien: Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.