

September 2022

Kernaussagen

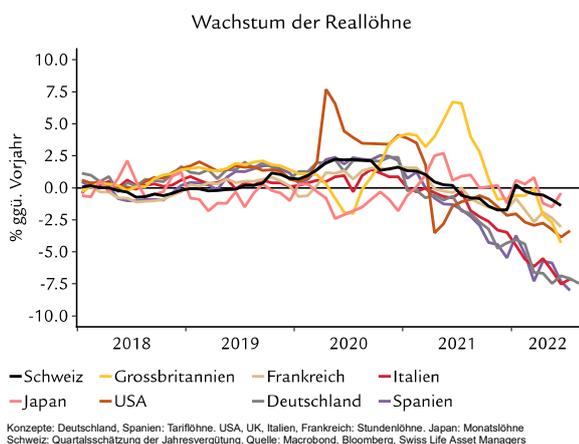
- Steigende Energiepreise in Europa dürften die Inflation weiter in die Höhe treiben, trotz politischen Eingriffen
- Die US-Wirtschaft legte bisher abgesehen vom Immobilienmarkt ein solides drittes Quartal hin
- China mit weniger Schwung als erwartet unterwegs, Konsumenten bleiben pessimistisch

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	1.6% ↓	1.7% ↓	0.6% ↓	0.7% ↓	8.2% ↓	8.1% ↑	3.9% ↑	3.8% ↑
Eurozone	3.0% ↑	2.8% ↑	0.9% ↓	0.9% ↓	7.9% ↑	7.8% ↑	4.3% ↑	4.1% ↑
Deutschland	1.6%	1.5% ↓	0.6% ↓	0.7% ↓	7.7% ↑	7.5% ↑	4.8% ↑	4.2% ↑
Frankreich	2.4%	2.4% ↑	1.0% ↓	1.2% ↓	5.4% ↑	5.5% ↑	3.5% ↑	3.2% ↑
Grossbritannien	3.5%	3.4% ↑	0.1%	0.1% ↓	9.1% ↑	9.1% ↑	6.8% ↑	6.7% ↑
Schweiz	2.5%	2.5%	1.1% ↓	1.2% ↓	2.8% ↑	2.7% ↑	1.7% ↑	1.6% ↑
Japan	1.3%	1.4% ↓	1.4% ↓	1.6% ↓	2.0%	2.0%	1.2%	1.4% ↑
China	3.3% ↓	3.7% ↓	5.3%	5.4%	2.2% ↓	2.4% ↑	2.0%	2.5% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 8. August 2022

Grafik des Monats



Die Nominallöhne halten in allen Industrieländern nicht mit der Inflation Schritt. Am stärksten sind die Reallohnneinbussen in Deutschland und Südeuropa, wo die Volkswirtschaften mit einem externen Energiepreisschock konfrontiert sind und bei Lohnverhandlungen oft Arbeitsplatzsicherheit höher als Lohnsteigerungen gewichtet werden. Frankreich, die Schweiz und Japan konnten dank geringerer Inflation und die angelsächsische Welt dank stärkerem Lohnwachstum die Kaufkraft etwas besser erhalten als die Schlusslichter. Nach einem dank Nachholeffekten überraschend starken Wachstum im ersten Halbjahr in der Eurozone ist deshalb eine deutliche Abschwächung des Privatkonsums über die kommenden Quartale absehbar.

USA Zwischenspur

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.7%
2023: 0.6%	2023: 0.7%

In den USA waren die Aktivitätszahlen für das dritte Quartal bisher erstaunlich solide. Ausnahme ist der Häusermarkt, der im Juli weiter eingebrochen ist. Detailhandelsumsätze und Industrieproduktion sind auf realer Basis weiter angestiegen und die Arbeitsmarktzahlen im Juli übertrafen die Erwartungen deutlich. Bei Redaktionsschluss zeigte der Echtzeitindikator «GDPNow» des Atlanta Fed ein annualisiertes BIP-Wachstum von 1.6% für das dritte Quartal an. Dies entspricht unserer Erwartung, dass es sich beim BIP-Rückgang im ersten Halbjahr 2022 um eine vorübergehende Schwäche und noch nicht um den Beginn einer ausgewachsenen Rezession gehandelt hat. Nichtsdestotrotz, das Wachstum ist fragil und schwächt sich tendenziell ab. Die Konsumentenstimmung hat sich zwar unter dem Einfluss sinkender Benzinpreise und der temporären Erholung an den Börsen von rekordtiefen Niveaus aus etwas erholt. Aber genau diese Lockerung der Finanzbedingungen dürfte die US-Notenbank dazu verleiten, noch stärker auf die Bremse zu treten, um den Inflationsdruck zu mindern. In Kombination mit sich eintrübenden Unternehmensumfragen sowie der Tatsache, dass die US-Haushalte die Sparquote auf unterdurchschnittliche 5% runterfahren mussten, um den Konsum aufrechtzuerhalten, rechnen wir nach wie vor mit einer Rezession im nächsten Jahr.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.2%	2022: 8.1%
2023: 3.9%	2023: 3.8%

Zum ersten Mal seit Februar 2021 überraschte die Inflation in den USA negativ. Die Gesamtinflation fiel aufgrund tieferer Benzinpreise im Juli von 9.1% auf 8.5% – erwartet wurden in den Umfragen von Bloomberg 8.7%. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, ging ebenfalls zurück. Alternative Indikatoren für die Breite des Inflationsdrucks wie die Medianinflation, die die Inflation des mittleren Konsumguts misst, sowie die starke Entwicklung bei Mieten und Eigenmietwerten legen aber nach wie vor grossen geldpolitischen Handlungsbedarf nahe.

Eurozone Rezession ohne Jobverluste?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.0%	2022: 2.8%
2023: 0.9%	2023: 0.9%

Reihum fallen die Werte der Einkaufsmanagerindizes für die Industrie in der Eurozone unter den kritischen Schwellenwert von 50 Punkten. Dies ist gleichbedeutend mit einem Rückgang der Aktivität gegenüber dem Vormonat. Die Mehrzahl der Firmen berichtet, dass der Bestellungseingang rückläufig ist. Damit stirbt die Hoffnung allmählich, dass eine Entspannung der Lieferprobleme zumindest kurzfristig für eine Belebung im Industriebereich sorgen könnte. Die Verfassung der Dienstleistungsindustrie ist weniger einheitlich. Sie bleibt insbesondere in Frankreich und Spanien robust. Was in allen Umfragen auffällt: Trotz eingetrübter Geschäftsaussichten geben die Unternehmen an, von einem Stellenabbau derzeit abzusehen. Frühere Zyklen kannten das Phänomen von Erholungen ohne Arbeitsplatzwachstum. Im Unterschied dazu steht jetzt die These im Raum, dass der demografische Wandel und der allorten beklagte Fachkräftemangel dazu führen könnten, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt von der rezessiven Dynamik abkoppelt. Nur die Zeit wird zeigen, ob die Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten weniger ansteigen wird als in vorangegangenen Zyklen, da die Arbeitslosigkeit ein nachlaufender Indikator ist. Bis dahin richtet sich unser Augenmerk auf die Bewältigung der Energiekrise und die Wahlen in Italien.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.9%	2022: 7.8%
2023: 4.3%	2023: 4.1%

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wurden die ersten Daten zur Inflation auf Verbraucherstufe veröffentlicht. Die Inflationsraten liegen in der gesamten Eurozone weit über dem Zielwert der EZB. Länder mit besonders hohem Anteil an Energiekomponenten im Verbraucherpreisindex weisen die höchsten Inflationsraten aus, derweil jene Länder mit einem hohen Anteil staatlicher Intervention bei der Preisfestlegung eine tiefere Inflationsrate ausweisen. Mehr und mehr wird der schwache Euro zu einem zusätzlichen Inflations-treiber.

Deutschland

Energiepreispolitik netto neutral

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.5%
2023: 0.6%	2023: 0.7%

Das erste Halbjahr fiel nach einer Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums im ersten Quartal auf 0.8% und einem Wachstum von 0.1% im zweiten Quartal robuster aus als erwartet. Insbesondere der private Konsum leistete einen überdurchschnittlich positiven Beitrag. Gerade für die Konsumenten wird es aber im zweiten Halbjahr zunehmend ungemütlich, da die Lohnanstiege nicht mit der zunehmenden Inflation Schritt halten können. Entsprechend erreicht das Konsumklima derzeit von Monat zu Monat neue Rekordtiefstände. Der steigende Pessimismus ist auch bei den Dienstleistern zu beobachten. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für diesen Sektor sank zuletzt weiter unter die Wachstumsmarke. Gemäss ifo-Umfrage verschlechterten sich die Erwartungen und die Beschäftigungsabsichten insbesondere in der Gastronomiebranche deutlich. Nach dem pandemiebedingten Aufholbedarf über die Sommermonate sieht man dem Winter nun besorgt entgegen. In der Industrie waren die Umfragewerte zuletzt sowohl gemäss PMI also auch bei den ifo-Erwartungen überraschend stabil, allerdings auf eher tiefen Niveaus. Auch hier ist in den kommenden Monaten aufgrund der schwierigen Energielage sowie der nationalen und der globalen zyklischen Abschwächung mit abnehmendem Momentum zu rechnen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.7%	2022: 7.5%
2023: 4.8%	2023: 4.2%

Die Gasumlage von Einkäufern an Konsumenten und die Entlastung der Konsumenten durch tiefere Mehrwertsteuern halten sich netto die Waage. Grosshandelspreise für Energie bleiben also ohne weitere politische Eingriffe die wesentlichen Treiber der Inflation. Nach den zuletzt erneut massiven Anstiegen erhöhen wir unsere Inflationsprognosen und rechnen in den kommenden Monaten mit einem Anstieg auf nahe 10%. Auch das Ende des 9-Euro-Tickets und der Tankrabatte im September wird zu höheren Preisen beitragen. Die Prognosen für das Jahr 2023 bleiben höchst unsicher.

Frankreich

Rentrée in schwierigen Zeiten

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.4%	2022: 2.4%
2023: 1.0%	2023: 1.2%

In der ersten Septemberwoche endet in Frankreich traditionellerweise die Sommerpause. Besonders wichtig im Jahreskalender ist die grosse «Rentrée» an den Schulen, aber auch auf dem politischen Parkett. Nach den ungünstig verlaufenen Parlamentswahlen vom Frühjahr muss sich Präsident Macron dieses Jahr ganz besonders um solide Mehrheiten im Parlament bemühen. In Anbetracht der bereits während des Wahlkampfes geführten Diskussion um den Verlust der Kaufkraft der französischen Haushalte besteht ein breiter Konsens darüber, den fiskalischen Spielraum so weit wie möglich auszuschöpfen. Interessanterweise hat sich der Index der Verbraucherstimmung im August leicht verbessert. Im Lichte der erkennbaren Engpässe im Energiebereich trüben sich die Werte der Unternehmerumfragen allerdings ein. Auch Frankreichs Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie liegt gemäss vorläufigen Zahlen für August mit 49.0 Punkten unterhalb der Wachstumsschwelle. Grössere Dynamik vermeldet weiterhin der Dienstleistungsbereich: Der breit gefasste PMI für diesen Sektor verharrt im Expansionsbereich. Insbesondere der Tourismus blickt nach zwei Jahren unter dem Eindruck der Pandemie auf eine ausgesprochen starke Sommersaison zurück.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.4%	2022: 5.5%
2023: 3.5%	2023: 3.2%

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. Der Teuerungsdruck wird mittels administrativer Massnahmen auch weiterhin bekämpft. So wurde für die diesjährige Runde der Mietzinsfestlegung eine Obergrenze von 3.5% festgelegt und auch für das kommende Jahr ist eine entsprechende Massnahme bereits in Aussicht gestellt.

Grossbritannien Energiekosten fast verdreifacht

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 3.4%
2023: 0.1%	2023: 0.1%

Wie Kontinentaleuropa dürfte auch Grossbritannien in den kommenden Monaten in eine stagflationäre Phase rutschen. Nachdem die Wirtschaftsdaten lange erstaunlich gut ausgesehen hatten, gingen Stimmungsumfragen im August deutlich zurück: Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie brach mit einem Monat Verzögerung auf die Eurozone im August regelrecht ein, getrieben durch weniger Neuaufträge. Der PMI für Dienstleister hält sich besser, obwohl sich die Konsumentenstimmung im freien Fall befindet. Grösste Sorge in der Bevölkerung ist der Preisdeckel für Strom und Gas, den die Regulierungsbehörde Ofgem per 1. Oktober um 80% anheben wird. Nach der bereits saftigen Erhöhung im April um 54% ergibt das fast eine Verdreifachung der jährlichen Energiekosten für einen typischen Haushalt von GBP 1277 Anfang Jahr auf GBP 3549 im Oktober 2022. Die Real-löhne lagen im Juni bereits 4% tiefer als im Vorjahr – Tendenz sinkend. Dies wird Spuren im Privatkonsum hinterlassen und bestätigt uns in der Annahme, dass Grossbritannien in eine – voraussichtlich milde – Rezession schlittern wird. Gegensteuer wird voraussichtlich aus der Politik kommen, zu enormen fiskalischen Kosten. Das bereits verabschiedete «Cost of Living Support Package» dürfte dank direkter Transfers über GBP 400 pro Haushalt für etwas Entlastung sorgen, und beide Kandidierenden für den konservativen Parteivorsitz stellen weitere Massnahmen in Aussicht.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 9.1%	2022: 9.1%
2023: 6.8%	2023: 6.7%

Im Oktober 2022 könnte die Inflation in Grossbritannien aufgrund des höheren Preisdeckels für Strom und Gas auf knapp 12% ansteigen. Im Januar 2023 droht eine weitere Anhebung des Preisdeckels, sofern die Politik nicht Gegensteuer gibt. Wir rechnen folglich damit, dass Grossbritannien unter den wichtigsten Industrieländern 2023 die höchste durchschnittliche Inflationsrate aufweisen wird.

Schweiz In privilegierter Lage

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 1.1%	2023: 1.2%

Im starken Unterschied zu den meisten übrigen entwickelten Volkswirtschaften zeichnet sich für die Schweiz weiterhin keine unmittelbare Rezessionsgefahr ab. Der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität stieg im Laufe des gesamten Monats Juli weiter an. Auch die diversen Stimmungsindikatoren aus der Unternehmerwelt weisen auf fortgesetztes Wachstum im dritten Quartal. Zu diesem positiven Befund tragen insbesondere die starke Dynamik der Binnenwirtschaft und die weiter robuste Verfassung des Arbeitsmarkts bei. Schweizer Haushalte leiden derzeit weit weniger unter einem Einbruch der real verfügbaren Einkommen. Und dennoch ist die Konsumentenstimmung zuletzt eingebrochen. Diese vierteljährliche Umfrage wurde zuletzt im Juli erhoben. Der resultierende Index unterschreitet aktuell den Tiefpunkt während der Covid-Pandemie. Der Ukraine-Krieg und die Gefahr einer Strommangellage trüben die Stimmung. Wir tragen dieser Entwicklung bereits seit längerer Zeit Rechnung und erwarten auch dämpfende Effekte auf die konjunkturelle Dynamik in Form einer schwächeren Exportnachfrage und gestiegener Finanzierungskosten. Mittlerweile ist unsere ursprüngliche Vorsicht für das BIP-Wachstum im kommenden Jahr zur Konsensusmeinung geworden. Mit den angepassten Wachstumserwartungen dürfte die Schweizer Wirtschaft jedoch einmal mehr mit einem blauen Auge durch die bevorstehenden Krisenmonate kommen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.8%	2022: 2.7%
2023: 1.7%	2023: 1.6%

Anlässlich des traditionellen Treffens der Notenbankchefs in Jackson Hole betonte der Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), dass auch in der Schweiz weitere Zinsschritte zur Bekämpfung der Inflation nötig bleiben. Der SNB kommt entgegen, dass die jüngste Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro den Anstieg der Importpreise mindert. Seit Mai steigt die Jahresveränderungsrate des Produzenten- und Importpreisindex nicht mehr weiter.

Japan

2+2 = mehr Halbleiter?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.3%	2022: 1.4%
2023: 1.4%	2023: 1.6%

Japan und die USA trafen sich Ende Juli zum ersten Mal zu einem «Zwei-plus-zwei» Wirtschaftsdialog. Die Fokusthemen waren die Stärkung der Lieferketten, der Schutz neuer Technologien und die Stabilisierung der Energieversorgung. Gemäss japanischen Zeitungen soll etwa in Japan ein gemeinsames Forschungszentrum für Halbleiterchips eingerichtet werden. Damit will man dem Risiko begegnen, dass Spannungen zwischen China und Taiwan die Halbleiterlieferungen aus Taiwan beeinträchtigen könnten. Das Forschungsinstitut ist eine von vielen Massnahmen der japanischen Regierung, um die Abhängigkeit von ausländischen Halbleiterlieferanten zu reduzieren. Auslöser für diese Bestrebung waren insbesondere die Produktionsprobleme der Autoindustrie, des Zugpferds der japanischen Wirtschaft, aufgrund der pandemiebedingten Lieferengpässe. Obwohl die Industrieproduktion im Juni um 9.2% zulegte, liegt sie weiterhin 3% unter dem Vorpandemieniveau. Die Produktion von Kraftfahrzeugen liegt sogar noch 15% tiefer als vor der Pandemie. Die langfristigen Investitionen werden Japan nicht vor einer Abschwächung im zweiten Halbjahr schützen. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie lag im August auf dem tiefsten Wert seit Januar und der Index neuer Exportaufträge brach weiter ein von 48.8 auf 47.0. Aber auch der Dienstleistungs-PMI zeigt aufgrund rekordhoher Covid-Infektionen Schwäche und notierte zuletzt unterhalb der 50er-Wachstumsmarke.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.0%	2022: 2.0%
2023: 1.2%	2023: 1.4%

Der Inflationsdruck nimmt auch in Japan weiter zu. Die Gesamtinflation und die Kerninflation, welche frische Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, stiegen im Juli um je 0.2 Prozentpunkte auf 2.6% respektive 1.2% an. Der Anstieg der Kerninflation war getrieben durch Preise für nicht frische Nahrungsmittel und Mobiltelefone. Letztere stiegen aufgrund der Abwertung des Yen stark an.

China

Aufschwung abgebremst

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.7%
2023: 5.3%	2023: 5.4%

Chinas Wirtschaft startete deutlich schwächer als erwartet in die zweite Jahreshälfte. Die Jahreswachstumsraten der Einzelhandelsumsätze, der Investitionen und der Industrieproduktion lagen im Juli unter denen des Vormonats, was uns dazu veranlasste, unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr zum zweiten Mal in Folge von 3.5% auf 3.3% nach unten zu korrigieren. Seit des wirtschaftlich schmerzhaften Lockdowns in Schanghai hat China eine angepasste Covid-Strategie ausgearbeitet, die vorsieht, dass Abriegelungen viel schneller, aber auch in einem viel engeren Rahmen durchgeführt werden. Dank dieser Strategie konnte sich die Wirtschaftstätigkeit weiter verbessern, und die Mobilitätsindikatoren blieben trotz des Aufflackers von Covid-Fällen auf hohem Niveau. Dennoch lastet die drohende Ungewissheit schwer auf der Stimmung der Bevölkerung. Der chinesische Index der Konsumentenstimmung verharrt auf einem Rekordtief und beeinträchtigt somit das Erholungspotenzial erheblich. Ausserdem halten sich die Haushalte aufgrund der Unsicherheit über die künftigen Wirtschaftsaussichten mit dem Kauf von Immobilien zurück, was den angeschlagenen Immobiliensektor weiter belastet. Zwar führt die Regierung Lockerungsmassnahmen ein, um den Abwärtsdruck auf den Sektor zu mildern, doch rechnen wir nicht mit einer Umkehr des Abwärtstrends, solange die Null-Covid-Strategie die Stimmung belastet und China sich weiterhin auf den Schuldenabbau des hoch verschuldeten Sektors konzentriert.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.4%
2023: 2.0%	2023: 2.5%

Chinas Inflationsrate im Juli fiel mit 2.7% etwas niedriger aus als erwartet, so dass wir unsere jährliche Inflationsprognose marginal von 2.3% auf 2.2% gesenkt haben. Während die Energiepreisinflation etwas zurückging, war auch die Kerninflation aufgrund des tiefen Vertrauensschocks in der Bevölkerung mit 0.8% sehr niedrig. Dies bedeutet, dass Chinas Zentralbank weiterhin Spielraum hat, um die Wirtschaft zu stützen.

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, 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.

September 2022

Zinsen und Anleihen

Entschlossen gegen Inflation

USA

- Die unerwartet guten makroökonomischen Daten und die Fülle restriktiver Fed-Redner führten zu einer starken Zinsanpassung, wobei die zehnjährige Staatsanleihenrenditen im August 40 BP zulegte.
- Die Märkte werteten die FOMC-Sitzung vom Juli als Kehrtwende zu einer lockeren Geldpolitik, obwohl zahlreiche Redner das Gegenteil suggerierten. Nach der Jackson-Hole-Rede von Präsident Powell kehrten die Anleger dann zurück, was zu starken Preisadjustierungen bei Zinsen und Risikoanlagen führte.

Eurozone

- Die USA könnten den Inflationshöhepunkt erreicht haben, Europa kämpft jedoch weiterhin mit steigenden Preisen, sodass die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen im August um fast 70 BP zulegten.
- Anziehende Inflationsraten bringen die EZB in eine schwierige Lage, denn sie muss trotz abflauernder Konjunktur die Geldpolitik straffen und wohl letztlich ihre Anleihekaufprogramme überdenken.

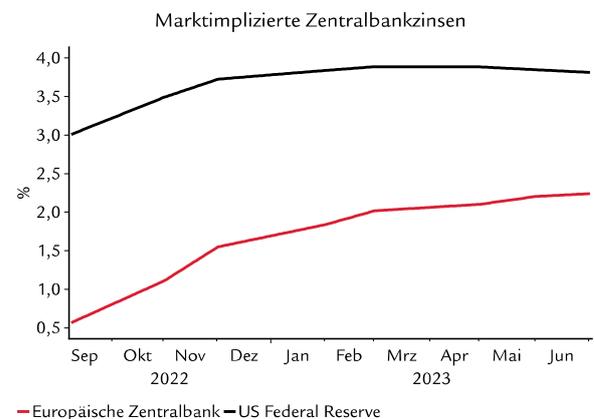
Vereinigtes Königreich

- Die Inflation stieg im Juli auf über 10% und dürfte im Q4 mit fast 12% ihren Höhepunkt erreichen. In diesem Umfeld meiden Anleger Staatsanleihen, was die Renditen im August um über 80 BP steigen liess.
- Die BoE erhöhte die Zinsen im August um 50 BP und prognostiziert eine anhaltende Rezession später in diesem Jahr, wobei die Inflation in absehbarer Zeit nicht auf 2% sinken dürfte.

Schweiz

- Die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen stiegen im August um 35 BP, während die Inflation im Juli 3.4% betrug.
- Trotz vergleichsweise bescheidenerer Inflationsentwicklung räumt die SNB ein, dass in Sachen Zinsschritten mehr getan werden muss, um Zweitrundeeffekte aus höheren Energiepreisen zu vermeiden.

Zinserwartungen von Fed und EZB



Risikoanlagen zogen in den letzten Wochen aufgrund der sehr tiefen Ausgangswerte, besserer Wirtschaftsdaten und der Anlegererwartungen einer Kehrtwende des Fed Anfang 2023 stark an. Die Juli-Inflationszahlen enttäuschten zwar leicht, aber eine Inflationsrate von 8.5% und eine Arbeitslosenquote von 3.5% sind kaum Voraussetzungen für einen moderateren Kurs des Fed. Doch die Anleger schienen alle Warnungen zu ignorieren, bis sich Präsident Powell an der Konferenz in Jackson Hole erneut restriktiv äusserte und das Ziel, die Inflation auf 2% zu senken, entschlossen bestätigte. Ähnliche Äusserungen kamen auch von der EZB und der BoE, die sich in einer schwierigeren Lage befinden. Steigende Energiepreise erhöhen weiterhin den Inflationsdruck, während die Wachstumodynamik abflaut. Der Druck, die steigende Inflation zu bekämpfen, während das Risiko einer starken Rezession oder schlimmer noch einer Zersplitterung der Eurozone zunimmt, macht die Politik der EZB weniger vorhersehbar. Im Moment dürfte eine Senkung der Inflation oberste Priorität haben, was die Zentralbanken zwingt, ihre geldpolitische Straffung fortzuführen. Wir bleiben daher bei Risikoanlagen vorsichtig und bei Renditen länger laufender Staatsanleihen neutral. Wir rechnen weiterhin mit steigenden Kurzfristzinsen und bleiben entsprechend positioniert.

Aktien

Zentralbanken als Spielverderber

USA

- Nach einer Bärenmarkt-Rally im Juli und einem starken Start im August büsste der US-Aktienmarkt im August 3.2% ein, seit Jahresbeginn 16.7%.
- Die Q2-Gewinne waren mit einem Wachstum von 9% über ein Jahr sehr solide. Lässt man den Energiesektor aussen vor, war das Gewinnwachstum aber negativ (siehe Analyse rechts). Die Quartalswachstumsrate war ebenfalls negativ.
- Die Bewertung liegt im historischen Mittel und somit höher als in früheren Rezessionen. Höhere Renditen machen Anleihen relativ betrachtet attraktiver.
- Die Positionierung bleibt ähnlich pessimistisch wie in der Pandemie. In der Vergangenheit folgte auf diese Stimmung oft eine Aktienmarkterholung.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste im August 4.0% und seit Jahresbeginn 16.2% ein.
- Die Bewertung bleibt attraktiv, aber die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs mit weiter steigenden Energiepreisen belasten den Markt. Die Euroabschwächung stärkt die Wettbewerbsfähigkeit, erhöht aber auch die Preise für importierte Produktionsgüter.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt performte 2022 mit Abstand am besten. Er legte seit Jahresbeginn 5.0% zu und büsste im August nur 0.2% ein. Ein Grund dafür ist die vergleichsweise hohe Gewichtung des Energiesektors.
- Der britische Markt bleibt mit einem erwarteten KGV von ca. 9.5 und einer erwarteten Dividendenrendite von 4.1% am tiefsten bewertet.

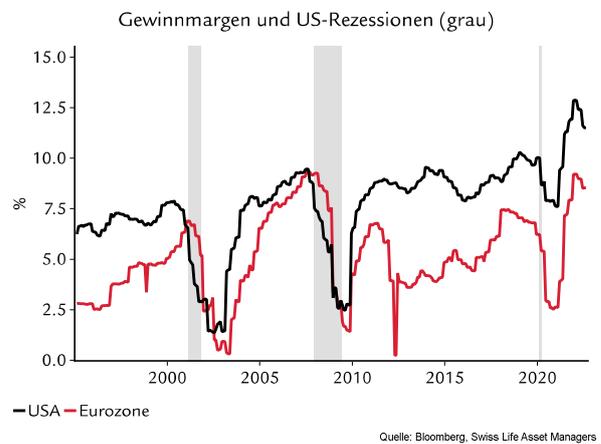
Schweiz

- Der Markt büsste im August 2.9% ein, seit Jahresbeginn 14.9%. Somit hat der Schweizer Markt 2022 nicht von seiner defensiven Ausrichtung profitiert.
- Ein Grund dafür ist, dass der Pharmasektor trotz der jüngst historisch tiefen Bewertungen in Ungnade gefallen zu sein scheint. Zudem verloren zyklischere Aktien dieses Jahr zwischen 20 und 40%.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer legten im August in USD 0.3% zu, verloren aber seit Jahresbeginn 17.6%.
- Trotz Massnahmen der Regierung und der Zentralbank belasten die schwachen Daten aus China den Markt weiter. Die Schwellenländer-Zentralbanken haben derzeit weniger Druck, die Zinsen anzuheben.

Berichtssaison Q2 und Ausblick



Firmen publizierten kürzlich ihre Q2-Ergebnisse. Insgesamt waren sie besser als erwartet, aber der Ausblick trübte sich stark ein. Das Gewinnwachstum lag nahe bei 10%, das Umsatzwachstum, das direkt(er) mit der Inflationsrate verknüpft ist, zwischen 15 und 25% (beide vs. Q2 2021). Beide Wachstumsraten lagen 1 bis 6 Ppkt. über den Erwartungen. Das Gewinnwachstum war jedoch ungleich verteilt. In den USA z. B. verzeichnete der Markt ohne den Energiesektor einen Rückgang der Aktienrenditen von 3%. Der Energiesektor (Gewicht im US-Index: ca. 4.5%) verzeichnete ein aussergewöhnliches Wachstum von über 300%, was den Indexgewinn um 12% erhöhte (Effekt auf Umsatzwachstum: 9%). In Europa und Japan sind die Mechanismen dieselben, jedoch in geringerem Umfang. Die Gewinnmargen bleiben in der Nähe ihrer Allzeithochs. Historisch sanken sie während Rezessionen stark (in der Grafik oben grau). Die Aussichten sind weniger optimistisch. Viele Firmen kündigten einen Einstellungsstopp an und einige begannen mit Entlassungen. Die CEO-Stimmung ist schlecht und viele befürchten eine Rezession in den USA und Europa. Dennoch haben die Analysten ihre Gewinnschätzungen für 2023 und darüber hinaus noch nicht markant gesenkt. Aktuell geht der Markt von einem Gewinnwachstum von 10 bis 20% 2022 und von 0 bis 8% 2023 aus. Historisch gingen die Gewinne in Rezessionen um 15 bis 20% zurück und die Margen halbierten sich. Daher halten wir die aktuellen Gewinnschätzungen für zu positiv. Das heisst, dass die aktuellen Bewertungen, gemessen am erwarteten, auf Gewinne in zwölf Monaten basierenden KGV, zu optimistisch sind. In diesem Marktumfeld sind risikokontrollierte Strategien wie Minimum Volatility und Protect interessant.

Währungen

Energiekrise belastet EUR, JPY und GBP

USA

- Der USD war im August erneut stark und wertete handelsgewichtet fast 3% auf.
- Das Fed bleibt unserer Meinung nach die engagierteste Zentralbank im Kampf gegen die Inflation. Dies bestätigte Fed-Chef Powell mit seinen restriktiven Äusserungen an der Konferenz in Jackson Hole. Zusammen mit einem bereits attraktiven Zinsvorteil («Carry») dürfte der USD stark bleiben.

Eurozone

- Obwohl die Finanzmärkte nun von aggressiveren Zinsschritten der EZB ausgehen, wertete der EUR vs. den USD weiter ab, da sich die Energiekrise im August verschärfte (siehe Haupttext).
- 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 entwickelte sich im August unter den wichtigsten Industrieländerwährungen wegen zunehmender wirtschaftlicher und politischer Unsicherheit am schwächsten.
- Daran dürfte sich im September nichts ändern und wir schätzen GBP/USD daher negativ ein.

Schweiz

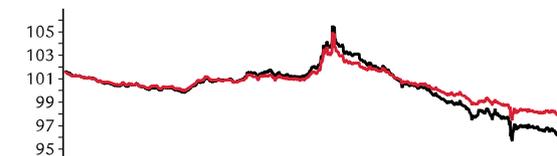
- Nachdem EUR/CHF auf ein neues Allzeittief von 0.96 gefallen war, erholte sich das Paar Ende August wieder.
- Dies dürfte von kurzer Dauer sein und EUR/CHF dürfte im September wieder sinken, weil die starke nominale Aufwertung des CHF die SNB noch nicht zu beruhigen scheint.

Japan

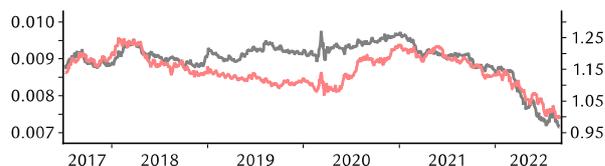
- Nach einem starken Rückgang Ende Juli legte USD/JPY im August um rund 4% zu und verharrt seit Anfang Juni allgemein in einer weiten Handelsspanne von 130 bis 140.
- USD/JPY dürfte in dieser Bandbreite bleiben. Unsere Sicht ist daher neutral. Die Bank of Japan wird sicherlich an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten, aber der JPY ist nun so stark unterbewertet, dass weiteres Abwertungspotenzial beschränkt sein dürfte.

Terms-of-Trade-Schock verstärkt EUR- und JPY-Schwäche

Terms-of-Trade-Indizes Goldman Sachs



Wechselkurse vs. USD



—Eurozone —Japan —EUR/USD, rechts —JPY/USD, links
Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Europa befindet sich in einer beispiellosen Energiekrise, die das Vertrauen der Anleger in den EUR untergräbt. Der markante Anstieg der Gesamtinflation (gegen 10%) erhöhte die Markterwartungen bezüglich bevorstehender Zinsschritte. Dennoch konnte der EUR nicht von dieser Preisanpassung profitieren und fiel vs. USD im August auf Parität. Da der Energiepreisschock ein externer Schock ist, steigen die Importpreise und die Exportpreise halten nicht mit, was zu einer markanten Verschlechterung der sogenannten Terms of Trade führt. Die überhöhten Importkosten führten auch zu einem Einbruch der Leistungsbilanz der Eurozone, die im Q2 2022 gar ins Negative fiel. Schlechtere Terms of Trade und Leistungsbilanzen wirken sich i. d. R. negativ auf Währungen aus und könnten somit zur Erklärung der anhaltenden EUR-Schwäche beitragen. Dasselbe könnte auch für Japan gelten, ein Land, das stark von Energieimporten abhängt und dessen Währung in diesem turbulenten Jahr nicht von ihrem Status als sicherer Hafen profitiert hat. Zugegeben, die ultraexpansive Geldpolitik der Bank of Japan ist nach wie vor weitgehend für die diesjährige JPY-Schwäche verantwortlich, aber der Terms-of-Trade-Schock verstärkte sicherlich die negative Anlegerstimmung gegenüber JPY. Ein Spezialfall ist Grossbritannien, ein grosser Energieproduzent, der dennoch einen beispiellosen Anstieg der Gas- und Strompreise hinnehmen muss. Der jüngste GBP-Ausverkauf könnte auf wirtschaftliche und politische Unsicherheit zurückzuführen sein, weil der aktuelle Wahlkampf jede entschiedene Reaktion auf die drohende Energiekrise verzögert.

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, 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.

September 2022 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Rückschlag im August nach gutem Start

Zusammenfassung

- In den Industrieländern steigt das Rezessionsrisiko. Viele Einkaufsmanagerindizes liegen unter der neutralen 50er-Marke und die Konsumentenstimung ist sehr getrübt.
- Die Zentralbanken werden die Zinsen bei hohen Inflationsraten weiter anheben. Fed-Chef Jerome Powell sprach sich am Jahrestreffen der Zentralbanker in Jackson Hole für eine aggressive Inflationsbekämpfung aus.
- Die Aktienbewertungen sind ungefähr neutral, liegen aber über den Tiefständen früherer Spitzeninflationen und Rezessionen. Das Argument der fehlenden Alternativen hat aufgrund höherer Anleiherenditen an Relevanz verloren.

Zinsen und Anleihen

- Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen legten seit Jahresbeginn um rund 1.6 bis 2.5 Ppkt. zu. Im August stiegen sie um 0.5 bis 1.0 Ppkt., was zu signifikanten Verlusten auf Anleihen führte.
- Globale Investment-Grade-Unternehmensanleihen büssten seit Jahresbeginn 13.7% ein, High-Yield- und Schwellenländeranleihen (in USD) 12.2% bzw. 18.1%. Der aktuelle Bärenmarkt ist historisch einzigartig.
- Die aktuellen optionsadjustierten Kreditspannen (rund 150 BP) sind im Vergleich zu früheren Rezessionsniveaus (bis zu 250 BP) immer noch tief, liegen aber deutlich über den tiefsten Niveaus der letzten zehn Jahre (unter 100 BP).

Aktien

- Die Aktienmärkte von Industrieländern büssten seit Jahresbeginn 17.2% ein, die Schwellenländer 17.6% (beide in USD). Im August verloren globale Aktien 3.5%, Schwellenländer legten 0.3% zu.
- Die Bewertungen liegen nun auf oder unter dem historischen Durchschnitt. Sie liegen jedoch weit über den historischen Rezessionsniveaus. Die Gewinnerwartungen bleiben für das aktuelle wirtschaftliche Umfeld zu hoch.

Spitzeninflation, Rezessionen und Marktreaktion

US Aktienmarktperformance (S&P 500) rund um Spitzeninflation

Datum	Spitzeninflation	Erwartetes KGV	ISM	3 Monate vorher	3 Monate nachher	6 Monate nachher	12 Monate nachher
Feb 51	9.4%		69	11.7%	-1.3%	6.8%	6.7%
Mär 57	3.7%		48	-5.5%	7.4%	-3.8%	-4.6%
Okt 66	3.8%		57	-4.1%	8.0%	17.2%	17.1%
Dez 69	6.2%		52	-1.1%	-2.6%	-21.0%	-0.1%
Dez 74	12.3%		31	7.9%	21.6%	38.8%	31.5%
Mär 80	14.8%		44	-5.4%	11.9%	22.9%	33.2%
Mär 84	4.8%		59	-3.5%	-3.4%	4.3%	13.5%
Okt 90	6.3%	10	43	-14.6%	13.1%	23.5%	29.1%
Jap 01	3.7%	22	42	-4.4%	-8.5%	-11.3%	-17.3%
Sep 01	4.7%	15	57	3.1%	1.6%	5.4%	8.7%
Jul 08	5.6%	13	51	-8.5%	-23.6%	-34.8%	-22.1%
Sep 11	3.9%	11	54	-14.3%	11.2%	24.5%	27.3%
Jun 22	9.1%	17	53	-15.5%			
Median				-4.2%	4.5%	6.1%	11.1%
Standardabweichung				8.3%	12.0%	21.2%	18.7%

Quelle: Swiss Life, Goldman Sachs

Letzten Monat zeigten wir, dass die Aktienmärkte bei Rezessionen i. d. R. stark sinken und sich die Anleihenmärkte meist positiv entwickeln. Nach Spitzeninflationen sieht die Lage am US-Aktienmarkt anders aus. Betrachtet man frühere Inflationsphasen, brach der Aktienmarkt in den drei Monaten vor der Spitzeninflation mehrheitlich ein. Die aktuelle Phase ist keine Ausnahme. In den ersten sechs Monaten nach der Spitzeninflation gibt es über alle Zeiträume kein klares Muster, obwohl die Medianentwicklung positiv war. Zwölf Monate danach war die Performance weitgehend positiv. Dies war aber v. a. dann der Fall, wenn eine Rezession ausblieb (wie 2005 und 2011). Da wir für nächstes Jahr mit einer leichten Rezession rechnen, könnten die Renditen schlimmstenfalls an diejenigen von 2001 oder 2008 anknüpfen, als zwölf Monate nach der Spitzeninflation ein Rückgang von 17% bzw. 22% zu verzeichnen war.

Konsequenzen für das Portfolio

Mit einer Übergewichtung von Cash und Immobilien bleiben wir vorsichtig positioniert. Aktien und Anleihen bleiben untergewichtet und die Duration ist unter neutral. Sobald sich Möglichkeiten ergeben, 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, 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.