

November/Dezember 2022

Kernaussagen

- Eurozone: weiterer Stimmungseinbruch in der Industrie signalisiert Start der Winterrezession
- USA: Preisrückgänge am Immobilienmarkt kündigen Rückgang der zyklischen Inflation an
- China: erneute Abwärtsrevision der Wachstumsaussichten 2023 aufgrund von fehlendem Impffortschritt

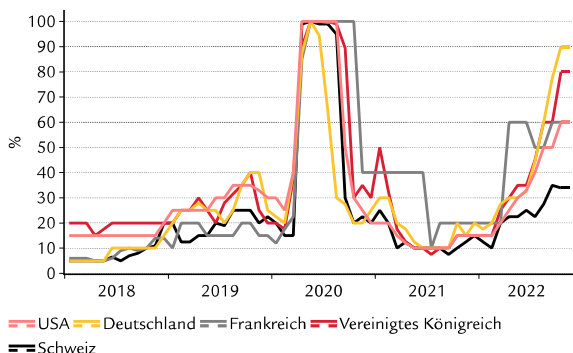
Prognosevergleich

	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	1.9% ↑	1.7%	0.4%	0.2% ↓	8.1%	8.0%	3.9%	3.9% ↑
Eurozone	3.2% ↑	3.0% ↑	0.2% ↓	0.0% ↓	8.5% ↑	8.3% ↑	6.2% ↑	5.8% ↑
Deutschland	1.7% ↑	1.4%	-0.6%	-0.9% ↓	8.1% ↑	8.1% ↑	6.0% ↑	6.8% ↑
Frankreich	2.5% ↑	2.5% ↑	0.3%	0.3% ↓	5.3% ↓	5.4% ↓	4.9% ↑	4.0% ↑
Grossbritannien	4.3% ↑	4.1% ↑	-0.3% ↓	-0.3%	8.7%	8.9% ↓	6.2% ↑	6.4% ↓
Schweiz	2.2%	2.2% ↓	0.9%	0.7% ↓	2.9%	3.0% ↑	2.1%	2.3% ↑
Japan	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	2.2%	2.2%	1.5%	1.6% ↑
China	3.3%	3.2% ↓	4.7% ↓	4.8% ↓	2.2%	2.2% ↓	2.0%	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10. Oktober 2022

Grafik des Monats

Einschätzung zur Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Bloomberg, der Finanz-Nachrichtendienstleister, befragt regelmässig Ökonomen zu ihrer Einschätzung einer Rezessionsgefahr für einzelne Länder. Gegenwärtig liegt für Deutschland die Medianerwartung einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten bei 90%. Für Frankreich liegt die Einschätzung stabil bei 60%, derweil die Rezessionsgefahr im Vereinigten Königreich nach Einschätzung der Experten zuletzt stark zugenommen hat. Im Falle der Schweiz bleibt eine sanfte Landung der Wirtschaft vorerst das wahrscheinlichste Szenario. Die im Schaubild festgehaltene Stimmungslage deckt sich weitgehend mit unserer eigenen Einschätzung auf den folgenden Seiten.

USA Häuserpreise und Mieten sinken

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.9%	2022: 1.7%
2023: 0.4%	2023: 0.2%

Die US-Wirtschaft erholte sich im dritten Quartal wie erwartet von der technischen Rezession – definiert als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit BIP-Rückgang – im ersten Halbjahr. Das Wachstum fiel mit 2.6% gegenüber dem Vorquartal (annualisiert) aber überraschend stark aus. Wie erwartet hielt sich der Privatkonsum gut, dank anhaltenden Nachholeffekten im Dienstleistungsbereich und einer weiteren Reduktion der Sparquote auf zuletzt unterdurchschnittliche 3.1% im September. Damit konnte die anhaltende Schwäche bei den privaten Investitionen kompensiert werden, die vor allem eine Folge des Einbruchs am Häusermarkt sind. Den positivsten Wachstumsbeitrag leistete aber der Aussenhandel, mit angesichts des starken Dollars überraschend hohen Exporten und einem Einbruch bei den Importen – Letzteres in der Regel ein schlechtes Vorzeichen für die künftige Konjunktorentwicklung. Wir rechnen denn auch weiterhin mit einer graduellen Abkühlung der US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2023 und einer Rezession ab Mitte 2023, da die höheren Leitzinsen und deren Folgen (insbesondere die nun einsetzende Korrektur bei den Häuserpreisen) zunehmend auf den Privatkonsum durchschlagen werden.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.0%
2023: 3.9%	2023: 3.9%

Die Inflation in den USA hat den Höhepunkt überschritten. Tiefere Transportkosten und die Verbesserung bei den Lieferketten dürften 2023 für tiefere Inflation bei Konsumgütern sorgen. Im Wohnbereich, dem stärksten Inflationstreiber derzeit, kündigt sich ebenfalls Entspannung an. Die Häuserpreise gingen jüngst erstmals seit 2012 zurück, was zu tieferen Eigenmietwerten im Konsumentenpreisindex führen könnte. Zudem sinken nun die Mieten für neu inserierte Wohnungen. Letzteres wirkt sich gemäss einem Forschungspapier des Bureau of Labor Statistics erst in ca. vier Quartalen auf die Mietpreisinflation aus, da der offizielle Index viele Bestandsmieten beinhaltet.

Eurozone Rezession in Teilen der Industrie

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.2%	2022: 3.0%
2023: 0.2%	2023: 0.0%

Soweit sie bereits vorliegen, zeigen die Werte der Einkaufsmanagerindizes aus der Industrie ein trübes Bild: Die in unserem Basisszenario erwartete Rezession ist in diesem Sektor bereits Tatsache. Die Gründe sind rasch gefunden: Höhere Finanzierungskosten und die in Frage gestellte Energieversorgung belasten die besonders zyklischen Bereiche der europäischen Volkswirtschaften. Auch die vor einigen Monaten erwarteten Impulse aus Chinas fehlen bis anhin und dürften so lange ausbleiben, bis China von seiner «Zero-Covid»-Politik abrückt. Erste Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal zeigen immerhin für die Schwergewichte Deutschland und Frankreich noch eine leicht positive Wachstumsrate. Mit der jüngsten Entwicklung im Bereich der Energieversorgung rücken zumindest einstweilen die düstersten Rationierungsszenarien im kommenden Winter etwas in den Hintergrund. So sind Europas Gasspeicher weitgehend gefüllt und gleichzeitig wird die Stromerzeugung durch Frankreichs Kernkraftwerke wieder hochgefahren. So nimmt zwar die Planungssicherheit bei den Unternehmen tendenziell etwas zu. Gleichwohl werden die kommenden Monate von der Rezession geprägt bleiben, nicht zuletzt aufgrund einer nachlassenden Konsumnachfrage.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.5%	2022: 8.3%
2023: 6.2%	2023: 5.8%

Die vorläufigen Zahlen zur Inflationsrate in den Ländern der Eurozone für den Monat Oktober zeigen deutlich, wie schwierig es gegenwärtig ist, die kurzfristigen Auswirkungen von fiskalpolitischen Massnahmen zur Deckelung der Energiepreise abzuschätzen. In Deutschland, Frankreich und Italien übertraf die Teuerung die Erwartung der von Bloomberg befragten Ökonomen erheblich, derweil in Spanien ein Rückgang der Inflationsrate von 9.0% auf 7.3% beobachtet wurde. Etwas Entspannung geht von den Marktpreisen für Gas und Elektrizität aus. Diese liegen aktuell weit unter den Spitzenwerten vom August.

Deutschland Teures Weihnachtsgeschenk

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.7%	2022: 1.4%
2023: -0.6%	2023: -0.9%

Die erste BIP-Schätzung zum dritten Quartal 2022 deutet – den schlechten Stimmungsindikatoren zum Trotz – auf ein positives Wachstum von 0.3% hin. Der private Konsum dürfte zu dieser Überraschung beigetragen haben. Das ändert jedoch nichts daran, dass mit dem vierten Quartal die Winterrezession wohl begonnen hat. Die Konsumentenstimmung blieb zuletzt trotz Stabilisierung historisch tief. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie fiel im Oktober mit sinkendem Output und schwachen Bestellungseingängen weiter unter die Wachstumsschwelle von 50. Auch der Index für neue Exportaufträge verzeichnete ein weiteres Minus. Während der PMI noch auf eine robuste Beschäftigung hindeutet, gingen die entsprechenden Erwartungen gemäss ifo-Institut zurück und liegen in der Industrie zum ersten Mal seit Februar 2021 wieder unter null. Auch der Dienstleistungssektor zeigt sich weiterhin pessimistisch, wenn auch zuletzt ohne weitere deutliche Verschlechterung. Von insgesamt über 130 betrachteten Sektoren in der ifo-Umfrage sind die Erwartungen zur wirtschaftlichen Entwicklung für die nächsten sechs Monate nur noch im volatilen Unternehmensberatungsbereich positiv.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.1%
2023: 6.0%	2023: 6.8%

Immerhin dürfen sich deutsche Haushalte bereits auf ein Weihnachtsgeschenk freuen: Im Rahmen des Gaspreisdeckels soll der Staat die Rechnung für Dezember komplett übernehmen. Ab März 2023 soll ausserdem für 14 Monate ein Gaspreisdeckel von 12 Cent pro Kilowattstunde für 80% des Vorjahresverbrauchs gelten. Bis dahin dürfte die Inflation mit starker Volatilität im Dezember und Januar hoch bleiben. Wir denken, dass die Jahreststeuerung im Oktober bei 10.4% ihren Höchststand noch nicht erreicht hat. Und auch wenn die politischen Eingriffe die Energieinflation im Jahr 2023 dämpfen dürften, bedeutet die damit verbundene enorme fiskalpolitische Expansion, dass der allgemeine Preisdruck mittelfristig höher bleibt.

Frankreich Kernkraftwerke zurück am Netz

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 0.3%	2023: 0.3%

In Frankreich bestätigt sich unsere Annahme, dass die Binnenwirtschaft den Krisentendenzen weniger stark ausgesetzt bleibt als in den anderen grossen Volkswirtschaften Europas. So hält sich der Wert des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor anders als in Deutschland oder dem Vereinigten Königreich zu Beginn des Schlussquartals 2022 weiterhin im Wachstumsbereich. Auch Unternehmerumfragen aus dem Industriesektor deuten auf eine bemerkenswerte Resilienz der französischen Wirtschaft. Dazu trägt die Bereitschaft zu grosszügigen fiskalischen Massnahmen erheblich bei. Diesem Bild entspricht der Befund, dass die Konsumentenstimmung in Frankreich weniger stark eingebrochen – und zuletzt selbst unter dem Eindruck erster Streikandrohungen sogar leicht gestiegen ist. Entscheidend bleiben die Sicherung der Kaufkraft der Haushalte und die Vermeidung einer Energiekrise über die Wintermonate. Mit der Wiederaufnahme der Stromerzeugung durch zwischenzeitlich vom Netz genommene Kernkraftwerke und dem hohen Füllstand der Gasspeicher in ganz Europa scheint die Gefahr einer Stromrationierung bei normalen Temperaturen im Winter gebannt zu sein.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.3%	2022: 5.4%
2023: 4.9%	2023: 4.0%

Die vorläufigen Zahlen zur Inflation für den Oktober überraschten deutlich gegen oben. Der Anstieg der Inflationsrate von zuvor 6.2% auf 7.1% ist auf höhere Energie- und Lebensmittelpreise zurückzuführen. Wie sehr dabei die Streiks in Frankreichs Erdölraffinerien für einen temporären Preisanstieg gesorgt haben, bleibt abzuwarten. Es gibt nämlich auch Signale einer Entspannung, insbesondere bei den Strompreisen. Dazu trägt bei, dass die Produktion von Kernenergie nach Abschluss von Wartungsarbeiten wieder steigt. Gemäss der europäischen Strombörse EEX liegt der durchschnittliche Strompreis inzwischen auf dem tiefsten Stand seit Russlands Angriff auf die Ukraine im Februar.

Grossbritannien Zurück auf Feld eins

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.3%	2022: 4.1%
2023: -0.3%	2023: -0.3%

Dass Anleihenmärkte dazu beitragen können, Regierungen zu stürzen, musste nach Silvio Berlusconi im Jahr 2011 nun auch Liz Truss nach nur 45 Tagen im Amt erfahren. Um das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen, hat die neue Regierung unter Premierminister Rishi Sunak und Chancellor Jeremy Hunt eine fiskalpolitische Kehrtwende angekündigt. Die genauen Massnahmen gibt die Regierung erst nach Redaktionsschluss bekannt, aber es zeichnet sich ab, dass die meisten der von Liz Truss geplanten Steuersenkungen annulliert und Staatsausgaben gekürzt werden. Premier Sunak stimmte die Bevölkerung gar auf kommende Steuererhöhungen ein. Gemäss unseren Berechnungen ist auch eine deutlich restriktivere Fiskalpolitik notwendig, um selbst unter optimistischen Wachstums- und Zinsannahmen die Schuldenquote zu stabilisieren. Die Kehrtwende der neuen Regierung hat die Märkte beruhigt und auch Druck von der Bank of England genommen, exzessive Zinserhöhungen anzuordnen. Dennoch dürfte die Kombination aus steigenden Zinsen, höheren Energiepreisen und Fiskalkonsolidierung zu einer Rezession in Grossbritannien im Jahr 2023 führen; wir haben die entsprechende BIP-Prognose jüngst weiter nach unten revidiert.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.7%	2022: 8.9%
2023: 6.2%	2023: 6.4%

Als vertrauensbildende Massnahme hat die neue Regierung zusätzlich angekündigt, den ursprünglich für zwei Jahre vorgesehenen staatlich subventionierten «Preisdeckel» für Gas und Strom vorerst bis April 2023 laufen zu lassen und im ersten Quartal 2023 neu zu prüfen. Wir halten es für denkbar, dass aufgrund des starken Kaufkraftverlusts der britischen Haushalte der politische Druck gross sein wird, gewisse entlastende Massnahmen weiterzuführen. Folglich haben wir die Inflationsprognose 2023 bisher nur leicht angehoben. Bei einem kompletten Wegfall der staatlichen Hilfen müssten wir die Inflationsprognose allerdings weiter nach oben korrigieren.

Schweiz Vor einem Anstieg der Mieten

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.2%
2023: 0.9%	2023: 0.7%

Derweil grosse Teile Europas bereits am Beginn einer Rezession stehen, deuten die Indikatoren in der Schweiz lediglich auf eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik hin. Entsprechend wird das Risiko einer Rezession in den kommenden zwölf Monaten für die Schweiz gemäss einer Umfrage von Bloomberg auf gerade einmal 34% veranschlagt. Diese Zahl unterscheidet sich erheblich von der 90%igen Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in Deutschland. Der Kaufkraftverlust der Schweizer Haushalte ist weniger ausgeprägt und zur gleichen Zeit erweist sich die Zusammensetzung des Industriesektors in der Schweiz als weniger krisenanfällig als andernorts in Europa. Dies wird belegt durch die Werte des Einkaufsmanagerindex für die Industrie, welche in der Schweiz weiterhin oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten liegen. Allerdings bleibt auch die Schweizer Wirtschaft nicht immun gegen die Risiken in Form höherer Finanzierungskosten und der Unsicherheit um die Energieversorgung. So zeigt der kürzlich revidierte Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WAI) des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO, dass der konjunkturelle Abschwung bereits seit Beginn des dritten Quartals Tatsache ist.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 3.0%
2023: 2.1%	2023: 2.3%

Sowohl auf Produzenten- wie auf Konsumentenstufe liess der Teuerungsdruck zuletzt leicht nach. Dies ist einerseits dem starken Franken zu verdanken, welcher den Anstieg der Importpreise drosselte. Andererseits werden in der Schweiz viele Preise administrativ festgelegt. Anders als in den Ländern der Eurozone werden die Konsumenten erst 2023 die gestiegenen Strompreise zu spüren bekommen. Es ist zudem absehbar, dass der Referenzzinssatz, an dem sich die Mieten in bestehenden Verträgen orientieren, in den kommenden zwölf Monaten angehoben wird. So werden höhere Mieten erst mit Verzögerung in die Berechnung der Inflationsrate einfließen.

Japan Solider Jahresausklang

BIP-Wachstum

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

Die Wiedereröffnung für den Tourismus verlieh der Stimmung im Dienstleistungssektor gemäss Einkaufsmanagerindex (PMI) Aufwind. Wenig überraschend fiel der Index zu neuen Exportbestellungen in diesem Sektor besonders robust aus. Auch der PMI für die Industrie verharrte im Oktober oberhalb der Wachstumsschwelle. Erste Wirtschaftsdaten für den Monat September waren gemischt. Die Industrieproduktion war nach einem starken August zum ersten Mal seit vier Monaten und entgegen den Erwartungen rückläufig. Über das gesamte dritte Quartal betrachtet, wird sie aber positiv zum BIP-Wachstum beitragen, welches erst nach Redaktionsschluss publiziert wird. Detailhandelsverkäufe stiegen im September weiter an. Ein Teil dieses Anstiegs ist sicher auf höhere Preise zurückzuführen. Die weitere Entspannung der Lieferengpässe erklärt aber wohl das starke Konsumwachstum bei langlebigen Gütern, das sich vermutlich fortsetzen wird und zusammen mit dem zunehmenden Tourismus zu einem relativ soliden wirtschaftlichen Jahresausklang führen dürfte. Für das Jahr 2023 prognostizieren wir zwar keine Rezession, jedoch eine deutliche Abschwächung des Wachstums. Obwohl sowohl Fiskal- als auch Geldpolitik weiterhin einen expansiven Kurs fahren, wird sich Japan dem globalen Gegenwind nicht ganz entziehen können. Auch der inländische Konsum dürfte sich bei steigender Kernsteigerung abschwächen, darauf weist auch die seit Jahresanfang stetig sinkende Konsumentenstimmung hin.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.2%
2023: 1.5%	2023: 1.6%

Die Gesamtinflation blieb im September bei 3.0% stabil. Die Kerninflation stieg jedoch von 1.6% auf 1.8% und die Produzentenpreisinflation schoss unerwartet erneut von 9.0% auf 9.7% und lag damit nur knapp unter dem bisherigen Höchststand von 9.8% im April. Die Regierung kündigte kürzlich ein zusätzliches, grosszügiges Fiskalpaket an mit dem Ziel, die Last hoher Energie- und Nahrungspreise für Haushalte abzufedern.

China Alle Macht an Xi

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.2%
2023: 4.7%	2023: 4.8%

Chinas Wirtschaft ist im dritten Quartal zwar mit 3.9% gegenüber Vorjahr leicht stärker gewachsen als erwartet, nichtsdestotrotz deuten die Aktivitätszahlen vom September auf eine andauernde Schwäche im Immobiliensektor sowie im Privatkonsum hin. Einer der Haupttreiber für diese Schwäche ist Chinas strikte Covid Strategie, welche aufgrund der wiederkehrenden Lockdowns die Konsumentenstimmung auf einem Rekordtief hält. Da die Impfkampagne nicht vorankommt und die Bevölkerung nach wie vor unzureichend immunisiert ist, erwarten wir keine unmittelbare Abkehr von dieser Strategie und senken entsprechend unsere BIP-Prognose für 2023 auf 4.7% von zuvor 5.1%. Die Neuausrichtung des Führungsgremiums, die während des Parteikongresses beschlossen wurde, bringt ebenfalls keine Politiker mit sich, die einen neuen Covid-Ansatz vorantreiben dürften. Vielmehr hat Xi Jinping seine Macht konsolidiert und ist umgeben von engen Verbündeten. Indessen hat der Parteikongress zum Vorschein gebracht, dass der wirtschaftliche Aufstieg im Fokus bleibt. So gilt der potenzielle künftige Premierminister, Li Qiang – obwohl ein enger Verbündeter Xis –, als wachstums- und marktorientierter Politiker mit umfassender Erfahrung in der Verwaltung der reichsten Provinzen des Landes. Dennoch ist Xis Machtkonsolidierung ein Risiko für Chinas Wachstumspotenzial, da Xi Jinpings harsche und interventionistische Massnahmen auf das Innovationspotenzial drücken könnten.

Inflation

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

Chinas Inflation ist im September auf einem moderaten Niveau geblieben mit 2.8% (August: 2.5%). Der tiefe Inflationsdruck ist primär auf eine niedrige Kerninflation zurückzuführen, die von 0.8% auf 0.6% gefallen ist. Grund dafür ist die getrübbte Konsumentenstimmung aufgrund der andauernden strikten Covid-Strategie, was die Preisgestaltungsmacht für Konsumgüter und Dienstleistungen einschränkt.

Economic Research



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



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



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



Rita 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.

November/Dezember 2022

Zinsen und Anleihen

Zentralbanken noch nicht am Wendepunkt

USA

- Die Rendite auf zehnjährige US-Staatsanleihen stieg im Oktober temporär um fast 60 Basispunkte (BP) und lag Ende Monat 27 BP höher als im Vormonat.
- Das Fed erhöhte die Leitzinsen im November erneut um 75 BP. Es dürfte in den nächsten Sitzungen kleinere Schritte vornehmen, wobei der Höchstzinssatz nächstes Jahr rund 5% erreichen dürfte.

Eurozone

- Die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen schloss den Oktober weitgehend unverändert ab, erreichte aber vorübergehend ein neues Zyklushoch von 2.42%, bevor sie wieder stark einbrach.
- Erwartungsgemäss erhöhte die EZB im Oktober die Zinsen um 75 BP und passte andere geldpolitische Instrumente an, betonte aber auch das Abwärtsrisiko beim Wachstum. Die Erwartungen der Finanzmärkte zu künftigen EZB-Zinsschritten schwanken angesichts des Mix aus zweistelligen Inflationsraten und verstärkten Rezessionssignalen recht stark.

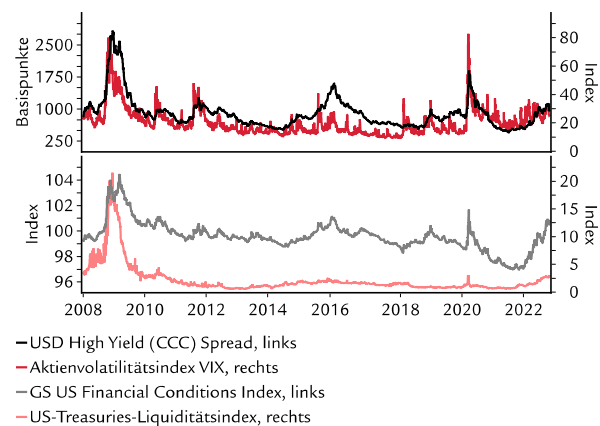
Vereinigtes Königreich

- Die Rendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen sank um 60 BP, weil sich die politische Lage mit der Wahl eines neuen Premierministers und einem restriktiveren fiskalpolitischen Ausblick beruhigte.
- Die Bank of England wird als erste Zentralbank aktiv Vermögenswerte im Rahmen der quantitativen Straffung verkaufen, obwohl sie erst kürzlich wieder Anleihen kaufen musste, um eine Kernschmelze am britischen Staatsanleihenmarkt zu verhindern.

Schweiz

- Angesichts des erwarteten Rückgangs der Oktober-Inflation sanken die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen im Monatsverlauf um 7 BP.
- Wegen der vergleichsweise tiefen Inflation dürften die SNB-Zinsschritte insgesamt weniger aggressiv sein als bei anderen Zentralbanken. Die SNB dürfte ihren Leitzins im Dezember dennoch um 75 BP anheben, da sie sich im Gegensatz zu anderen Zentralbanken nur vierteljährlich trifft.

Indikatoren für Stress an den Finanzmärkten



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Goldman Sachs (GS), Swiss Life Asset Managers

Die Rufe nach einer Kehrtwende in der Zentralbankpolitik wird angesichts des abflauenden Wirtschaftswachstums und des vermeintlichen Stresses an den Finanzmärkten lauter. Doch trotz verschärfter Finanzbedingungen und schwächerem Wachstum ist die Situation weder düster noch die Inflation tief genug, um das Ende der geldpolitischen Straffung einzuläuten. Die Inflation in der Eurozone liegt bei über 10% und steigt, wobei die Konsumentenpreise in den letzten drei Monate annualisiert gar um 14% anstiegen. In den USA könnte die Inflation ihren Peak zwar erreicht haben, aber die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, tendiert weiter nach oben. Zudem bleibt der US-Arbeitsmarkt robust. Auch ein Blick auf die Indikatoren für finanziellen Stress gibt nicht unmittelbar Grund zur Sorge: Kreditspannen von Anleihen mit CCC-Rating, implizite Aktienvolatilität (VIX), Liquidität von US-Treasuries und Indizes zu den allgemeinen Finanzbedingungen weisen alle keine Extremwerte auf. Das Ende des Zinserhöhungszyklus naht, es sollte aber nicht als Kehrtwende missverstanden werden. Die Zentralbanken wollen weiterhin ihre Bilanz abbauen und die Leitzinsen noch länger hoch halten, um die Inflation zu bekämpfen. Das wird letztlich nur mit höherer Arbeitslosigkeit und geringerem Wachstum gelingen. Wir sind daher beim Kreditrisiko defensiv positioniert und halten die Duration kurz.

Aktien

Hoffnung auf geldpolitische Wende beflügelt Märkte

USA

- US-Aktien legten im Oktober 7.9% zu (der Dow-Jones-Index gar über 14%) und machten damit den schwachen September wett. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt nun -19.2%.
- Haupttreiber war die Überzeugung der Marktteilnehmer, dass das Fed bald keine Zinsschritte mehr vornehmen würde.
- Die Geschäftsberichte übertrafen die Erwartungen, aber im Jahres- und im Quartalsvergleich ist das Gewinnwachstum negativ. Bei Firmen, deren Ergebnis die Erwartungen enttäuschte, (z. B. Meta) brach der Aktienkurs deutlich ein.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone legte im Oktober 7.9% zu und büsste seit Jahresbeginn 16.2% ein.
- In Europa sieht die Berichtssaison besser aus als in den USA. Trotz schwierigem Wirtschaftsumfeld stiegen die Gewinne im Vergleich zum Vorjahr an.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt 2022 der mit Abstand beste Performer. Er legte seit Jahresbeginn um 1.5% zu, im Oktober um 2.8%.
- Das britische makroökonomische Umfeld ist derzeit äusserst schwierig, was zum Rücktritt der Premierministerin und zu massiven Zinsbewegungen führte, die durch eine Intervention der Bank of England eingedämmt werden mussten.

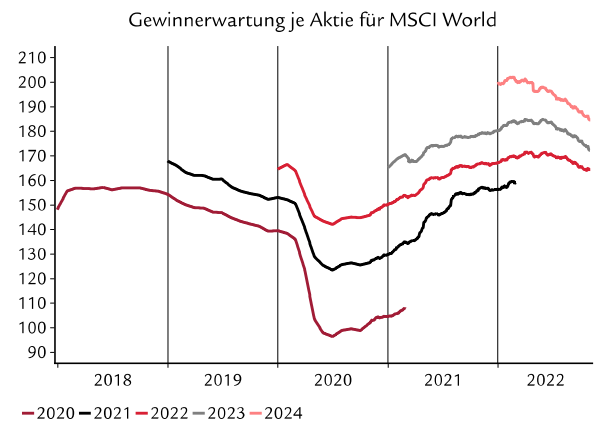
Schweiz

- Der Schweizer Markt legte im Oktober um 4.8% und seit Jahresbeginn um 16.2% zu. Die Schweiz schnitt 4.2% unter dem globalen Aktienmarkt ab.
- Kleinere Firmen hatten bisher ein sehr schwieriges Jahr. Die Small- und Mid-Cap-Benchmark SMIM verlor seit Jahresbeginn 28.3%. Diese Firmen sind im Mittel zyklischer als diejenigen im SMI-Large-Cap-Index.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer büssten im Oktober in USD weitere 3.1% ein. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -29.4%.
- Haupttreiber bleibt China. Das Vertrauen in die chinesische Regierung nimmt schon seit geraumer Zeit ab und der jüngste Parteitag verstärkte das Misstrauen weiter. Der chinesische Aktienmarkt büsste im Oktober 15.6% und seit Jahresbeginn 40% ein.

Entwicklung der erwarteten Gewinne



— 2020 — 2021 — 2022 — 2023 — 2024

Quellen: Factset, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Wir betonen schon seit Monaten, dass die Gewinnerwartungen zu optimistisch waren und bleiben, auch wenn sie in den letzten Wochen deutlich zurückgegangen sind. Die Berichtssaison für Q3 2022 zeigte, dass es den Firmen schwerfällt, ihre Gewinne zu steigern, v. a. in den USA, wo die Gewinne im Jahresvergleich um 3% sanken und die Umsätze (auch dank Inflation) um 9% zulegten. Beide Wachstumsraten lagen aber über den Erwartungen. In den Sektoren Finanzwesen, Materialien und Kommunikation gingen die Gewinne um über 10% zurück. Der Energiesektor erzielte dagegen ein Gewinnwachstum von 200%. Trotz der schwachen Ergebnisse legte der US-Aktienmarkt seit Beginn der Berichtssaison um rund 9% zu. Die Eurozone schnitt überraschend gut ab. Die Gewinne stiegen um 6%, die Umsätze um 23%. Wie in den USA verzeichnete der Energiesektor das grösste Gewinnwachstum (57%). Die Gewinne sanken nur in zwei Sektoren (IT und Materialien). Der Marktkonsens geht für die Jahre 2023 und 2024 weiterhin von einem Gewinnwachstum im hohen einstelligen Bereich aus (siehe Grafik). Zudem liegen die Gewinnschätzungen für 2023 immer noch über denen von Anfang 2022. Durchläuft, wie wir erwarten, die Eurozone eine Winterrezession und die USA eine Rezession im Jahr 2023, sind solche Erwartungen zu optimistisch. Seit dem Zweiten Weltkrieg gingen die Gewinne in Rezessionen um durchschnittlich 16% zurück und legten in keiner Rezession zu, schrumpften in drei von elf Fällen aber weniger als 10%. Der Rückgang war geringer, wenn die Rezession in eine Phase hoher Inflation fiel. Betrachtet man die aktuellen Gewinnerwartungen, scheint der Markt eine sanfte Landung der Wirtschaft im Jahr 2023 einzupreisen, ein aus unserer Sicht zu optimistisches Szenario.

Währungen

Nur eine kurze Verschnaufpause für EUR/CHF

USA

- Der USD wertete im Oktober handelsgewichtet ab und verlor vs. zyklische Währungen wie EUR und GBP, legte aber vs. JPY und CNY, den wichtigsten Handelspartnern der USA in Asien, zu.
- Wir halten das Gerüde von einer Kehrtwende in der US-Geldpolitik, die den USD im Oktober untergrub, für verfrüht. Mit einem bereits attraktiven Zinsvorteil («Carry») dürfte der USD bis Ende Jahr stark bleiben.

Eurozone

- Der EUR profitierte im Oktober von einem risiko-freundlichen Marktumfeld und höheren Markterwartungen zur Straffung der EZB. Der starke Rückgang der Strom- und Gaspreise im Spotmarkt könnte ebenfalls zur EUR-Erholung beigetragen haben, da der vorangehende Anstieg der Energiepreise die Leistungsbilanz der Eurozone einbrechen liess.
- Doch angesichts der kommenden Winterrezession bezweifeln wir die Entschlossenheit der EZB zur Inflationsbekämpfung und erwarten, dass der EUR bis Jahresende vs. USD und CHF wieder abwertet.

Vereinigtes Königreich

- Der Regierungswechsel und die darauf folgende Kehrtwende in der britischen Fiskalpolitik führten zu einer starken Erholung des GBP nach dem Tief von Ende September.
- Trotz des wiederhergestellten Vertrauens sprechen schwache Fundamentaldaten (Leistungsbilanzdefizit und bevorstehende Rezession) nach wie vor für einen tieferen GBP/USD-Wechselkurs.

Schweiz

- Der CHF wertete im Oktober vs. die meisten Hauptwährungen ab.
- Er dürfte aber dank der tiefen Inflation, der glaubwürdigen Fiskalpolitik und relativ geringer Rezessionsrisiken gefragt bleiben. Sobald sich die Marktstimmung wieder verschlechtert, rechnen wir mit einer erneuten CHF-Aufwertung, vor allem vs. EUR.

Japan

- USD/JPY legte im Oktober weiter zu.
- Unsere Haltung vs. USD/JPY ist neutral. Die Bank of Japan dürfte auf kurze Sicht an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten, aber der JPY ist nun so stark unterbewertet, dass das Potenzial einer weiteren Abwertung beschränkt scheint.

Zinsvorteil stützt EUR vs. CHF



Neben dem JPY wertete der CHF im Oktober von den Hauptwährungen handelsgewichtet am stärksten ab. Die Bewegung war vs. EUR besonders stark, wobei EUR/CHF den grössten monatlichen Anstieg (+2.6%) seit Juli 2017 verzeichnete. Die SNB nutzte die Gelegenheit, um die CHF-Liquidität zu reduzieren. Die gesamten Sichteinlagen sanken von CHF 754 Mrd. Mitte September auf CHF 582 Mrd. Ende Oktober, was v. a. auf Repogeschäfte und die Emission von SNB Bills, aber in geringem Umfang auch auf den Verkauf von Fremdwährungen zurückzuführen ist. Was den EUR vs. CHF im Oktober sicherlich stützte, waren das allgemein risikofreudige Marktumfeld und die grösseren Zinsdifferenzen. Die Rendite zweijähriger deutscher Staatsanleihen entsprach im Q1 2022 mehr oder weniger derjenigen ihres Schweizer Pendant. Die Zinsdifferenz («Carry») ist jedoch seit Mitte September deutlich angestiegen, von rund 50 auf 150 BP Ende Oktober. Dies zeigt die Einschätzung der Finanzmärkte, dass die EZB mehr Zinsschritte vornehmen muss als die SNB, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Davon gehen zwar auch wir aus, wir halten aber die Markterwartungen zu den Zinserhöhungen durch die EZB für zu aggressiv. Insbesondere die bevorstehende Rezession und die hohe Risikoprämie auf italienische Staatsanleihen sprechen für einen vorsichtigeren Zinspfad. Mit dem grossen, zunehmenden Inflationsgefälle zwischen der Schweiz und der Eurozone, das den Wert des EUR untergräbt, dürfte der Weg des geringsten Widerstands für EUR/CHF bis Jahresende weiter nach unten führen.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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

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.

November/Dezember 2022 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Oktober: ein guter Monat für die Finanzmärkte

Zusammenfassung

- Der Oktober war den Finanzmärkten wohlgesinnt, denn immer mehr Indikatoren bestätigen einen weiteren Rückgang der US-Inflation.
- Wir anerkennen, dass die US-Inflation ihren Höhepunkt überschritten hat, rechnen aber noch nicht mit einer raschen Änderung der Geldpolitik des Fed, da weiterer Handlungsbedarf besteht, um die Inflation wieder auf den Zielwert zu bringen.

Zinsen und Anleihen

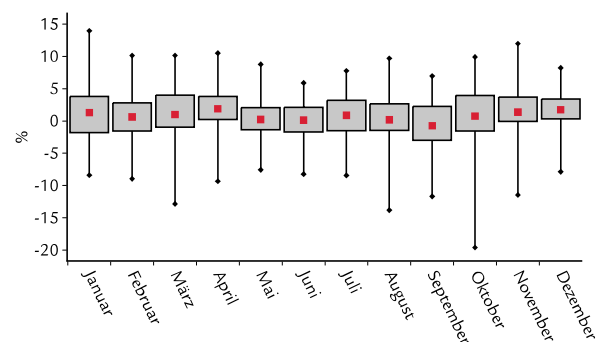
- Der Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen flaute im Oktober deutlich ab. Die auf Breakeven-Inflationsraten basierenden Realzinsen liegen in den USA nun über ihrem historischen Durchschnitt.
- Das Risiko eines erneuten, massiven Anstiegs der Staatsanleiherenditen hat abgenommen. Wir rechnen nun mit einem moderat positiven Trend.
- Die Kreditspannen weiteten sich im Oktober für Investment-Grade-Emittenten aus, verengten sich aber im High-Yield-Bereich, weil risikoreichere Anleihen von der relativ stabilen Renditeentwicklung profitierten. Die aktuellen Kreditspannen sind im Einklang mit einer leichten Rezession, bieten aber bei negativen Überraschungen keinen grossen Schutz. Wir bleiben deshalb vorsichtig.

Aktien

- Der Oktober war volatil, aber dank der nur leicht höheren Anleiherenditen insgesamt ein guter Monat für die Aktienmärkte, die einige grosse negative Gewinnüberraschungen im Technologiesektor verkraften konnten.
- Die Marktbewertungen sind neutral oder günstig, aber die Gewinnerwartungen liegen immer noch über dem üblichen Niveau in einer Rezession. Auch wenn wir eine kurzfristige Aktienmarkt-Rally nicht ausschliessen können, bleiben wir vorsichtig, denn die Märkte scheinen bezüglich des Ausblicks für die kommenden Monate immer noch zu optimistisch zu sein.

Aktienmärkte und Saisonalität

Monatliche Nettoernditen des globalen Aktienindex 1970–2021



■ Durchschnittliche Rendite • Minimum und Maximum
● 25%-Perzentil und 75%-Perzentil

Quellen: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Zu dieser Jahreszeit diskutieren Aktienanleger immer gerne über mögliche «Saisonalitätseffekte»: Gibt allein der Monat Anhaltspunkte für die Entwicklung der Aktienmärkte? Die Grafik zeigt die mittlere, die minimale und die maximale Rendite sowie den 25%-75%-Perzentilbereich der beobachteten Renditen für jeden Monat, basierend auf der Entwicklung eines globalen Industrieländer-Aktienindex von Januar 1970 bis Dezember 2021. Gewisse Unterschiede zwischen den Monaten sind erkennbar: Der April lieferte die beste Performance, der September ist der einzige Monat mit einer negativen mittleren Rendite. Doch die Streuung um die Monatsmittelwerte ist gross. Nur für April und Dezember ist das 25%-Perzentil positiv. Im November, im Monat mit der dritthöchsten mittleren Rendite von 1.4%, lag die schlechteste je gemessene Rendite unter -10%. Effektive Ergebnisse können also sehr stark vom historischen Mittelwert abweichen, weshalb die Saisonalität bei Anlageentscheidungen eine untergeordnete Rolle spielen sollte.

Konsequenzen für das Portfolio

Wir bleiben in Aktien und – moderater – in Anleihen untergewichtet, in Immobilien übergewichtet und halten Cash, während wir auf bessere Chancen warten.

Swiss Life Asset Managers



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



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

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

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

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

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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, 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.