

April 2023

Kernaussagen

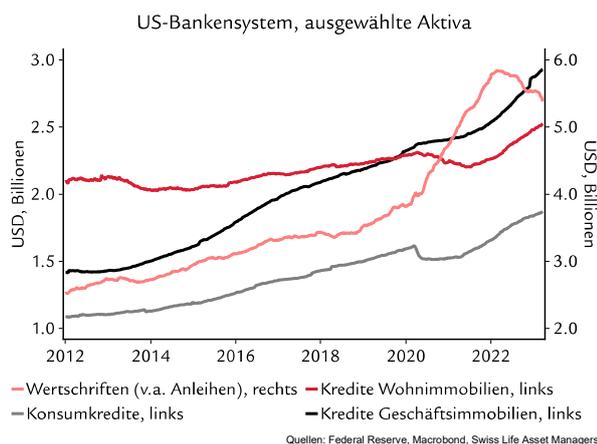
- USA: Banken könnten bei der Kreditvergabe vorsichtiger werden und Finanzierungsbedingungen verschärfen
- Eurozone: Starke Wirtschaftszahlen und resilienter Bankensektor, aber Wachstumstreiber laufen aus
- China: Einzelhandelsumsätze sowie der Immobiliensektor zeigen erste Anzeichen einer Stabilisierung

Prognosevergleich

	2023 BIP-Wachstum		2024 BIP-Wachstum		2023 Inflation		2024 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	0.9%	1.0% ↑	0.6%	0.9% ↓	4.2%	4.2% ↑	2.5%	2.6% ↑
Eurozone	0.7% ↑	0.6% ↑	0.9% ↓	1.1% ↓	5.9% ↓	5.6% ↑	2.6% ↑	2.4%
Deutschland	0.3% ↑	0.0% ↑	0.8% ↓	1.3% ↓	6.0%	6.0% ↓	2.4% ↑	2.7%
Frankreich	0.5%	0.5% ↑	1.0% ↓	1.1% ↓	4.8%	4.9% ↑	2.2% ↓	2.5% ↑
Italien	0.6% ↑	0.6% ↑	0.6% ↓	1.0%	6.5%	6.2% ↓	2.1% ↑	2.4% ↑
Spanien	1.2%	1.3% ↑	1.3% ↓	1.8% ↓	4.8% ↓	4.1% ↑	2.7% ↑	2.7%
Grossbritannien	-0.3% ↑	-0.5% ↑	0.6%	0.7%	6.7% ↑	6.4% ↓	2.7%	2.9%
Schweiz	0.7%	0.7% ↑	1.5%	1.6%	2.3%	2.5% ↑	1.5%	1.4% ↑
Japan	0.9% ↓	1.0% ↓	0.6%	1.1%	2.4%	2.3% ↑	0.7%	1.3% ↑
China	5.0% ↑	5.3% ↑	5.2%	5.2% ↑	2.2% ↓	2.3% ↓	2.4%	2.4% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 13. März 2023

Grafik des Monats



US-Banken verzeichnen aufgrund des Zinsanstiegs grosse Buchverluste auf sichere Anleihen – ausgerechnet bei der Anlageklasse, in der die Banken 2020 und 2021 viel Geld «parkierten». Korrekt abgesichert sind diese Zinsrisiken kein Problem, da die Qualität dieser Anlagen selbst in einer Rezession hoch bleiben sollte. Viel problematischer sind in Abschwungphasen Einbussen bei der Qualität von Krediten oder gar eine Kreditkrise. Der grösste Kreditboom fand in den letzten zehn Jahren im Bereich Geschäftsimmobilien statt – in einem Bereich, in dem Regionalbanken sehr aktiv sind. Folglich dürfte sich der Fokus der Finanzmärkte in nächster Zeit stark auf diesen Sektor richten.

USA Restriktivere Kreditvergabe

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.9%	2023: 1.0%
2024: 0.6%	2024: 0.9%

Sind die jüngsten Turbulenzen im US-Bankensystem Ausdruck einer systemischen Banken- oder Finanzkrise? Unseres Erachtens nicht, da die Wertberichtigungen nicht das Kreditbuch der Banken betreffen (siehe «Grafik des Monats») und die Depositenabflüsse mit geeigneten Massnahmen (höhere Zinsen auf Einlagen, Liquiditätsspritzen der Notenbank) unter Kontrolle gebracht werden können. Das grösste konjunkturelle Risiko geht von der Tatsache aus, dass Banken bei der Kreditvergabe deutlich vorsichtiger werden könnten und sich damit die bereits straffen Finanzierungsbedingungen für Firmen und Haushalte verschärfen. Das ist Teil unseres Basisszenarios und bestärkt uns in der Ansicht, dass die USA auf eine Rezession zusteuern. In den bisher publizierten Wirtschaftszahlen, die einen Blick in den Rückspiegel darstellen, sind aber noch keine Schwächezeichen zu sehen. Die Arbeitsmarktzahlen blieben solide und die vorläufigen März-Zahlen des Einkaufsmanagerindex haben sich insbesondere im Dienstleistungssektor verbessert. Selbst der gebeutelte Immobiliensektor zeigte jüngst gewisse Lebenszeichen. Die guten Zahlen erschweren in Kombination mit dem anhaltenden Inflationsdruck die Arbeit der US-Notenbank, die wohl erst zu einer rhetorischen Trendwende ansetzen wird, sobald sich die Rezessionszeichen verdichten.

Inflation

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

Die Inflationszahlen vom Februar brachten noch keine Entwarnung. Während die Energiepreise im Monatsvergleich zurückgingen, stiegen Dienstleistungs- und Nahrungsmittelpreise weiter an. Überraschend ist insbesondere die anhaltend hohe Wohnkosteninflation trotz tieferen Neumieten und fallenden Immobilienpreisen. Damit der Rückgang der Gesamtinflation von 6.0% im Februar auf 3.2% im Dezember 2023 (unsere Prognose) gelingt, ist weiterhin eine deutliche Abkühlung der US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr nötig.

Eurozone Resilientere Banken?

BIP-Wachstum

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

Die EZB befindet sich zwar in ihrem Zinszyklus etwas hinter der US-Notenbank, allerdings haben sich die Finanzierungsbedingungen auch in der Eurozone deutlich verschärft. Die EZB-Umfrage zur Änderung der Kreditstandards in den letzten drei Monaten erreichte im ersten Quartal 2023 den Höchstwert seit 2012, und immer mehr Firmen geben die Finanzierung als produktionshindernden Faktor an. Der europäische Bankensektor gilt als resilienter als das US-Pendant. Kundengelder werden tendenziell weniger schnell abgezogen, die Liquiditätsregulierung ist gerade für kleinere Banken strikter und die Auflagen für das Zinsmanagement sind restriktiver. Trotzdem dürften die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor auch in der Eurozone für eine weitere Verschärfung der Finanzierungsbedingungen sorgen. Mit realwirtschaftlichen Auswirkungen davon rechnen wir ab der zweiten Jahreshälfte 2023. Obwohl die neusten Umfragewerte die jüngsten Turbulenzen wohl erst teilweise widerspiegeln, geben sie aus unserer Sicht Anlass zu Optimismus in der kurzen Frist. Der Einkaufsmanagerindex der Dienstleister liegt auf einem 10-Monate-Hoch und die Erwartungen über zwölf Monate bleiben sowohl bei Dienstleistern als auch in der Industrie aufgrund tieferer Rezessionsrisiken, der Lieferkettennormalisierung und des Energiepreistrückgangs relativ hoch.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.9%	2023: 5.6%
2024: 2.6%	2024: 2.4%

Die Gesamtinflation ging im Februar weniger als erwartet von 8.6% auf 8.5% zurück und die Kerninflation verharrte bei 5.6%. Die Preise sowohl für Nahrungsmittel als auch für Dienstleistungen und Nicht-Energiegüter stiegen stärker als erwartet an. Während wir bei der Nahrungsmittelinflation von einem baldigen Höhepunkt ausgehen, sehen wir bei der Kerninflation einen weiteren Anstieg in den nächsten Monaten und danach eine nur langsame Abschwächung. Für die EZB dürfte damit die Inflationsbekämpfung im Vordergrund bleiben.

Deutschland Doch keine Rezession?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.3%	2023: 0.0%
2024: 0.8%	2024: 1.3%

Aufgrund solider Daten für das laufende Quartal rechnen wir nun damit, dass auch Deutschland einer technischen Winterrezession knapp entgehen wird. Insbesondere Umfragen aus dem Dienstleistungssektor zeichneten zuletzt ein optimistisches Bild. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für diese Branche überraschte mit dem höchsten Wert seit Mai 2022 positiv, getrieben durch einen starken Beschäftigungsindex. Gemäss ifo-Umfrage bleiben die Dienstleistungserwartungen für die nächsten sechs Monate zwar leicht negativ, erholten sich aber im März auf den höchsten Wert seit einem Jahr. Für die Industrie bleibt das Bild eingetrübter. Zwar überraschte das Monatswachstum der Industrieproduktion im Januar mit 3.5% nach oben, jedoch war dies teilweise durch wetterbedingte Schwankungen im Baugewerbe getrieben. Die starke Verschlechterung des Industrie-PMI überzeichnet hingegen die Eintrübung, da sie grösstenteils auf die weitere Normalisierung der Lieferfristen zurückzuführen ist. Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen sind in den Umfragen nur teilweise berücksichtigt und könnten in den nächsten Monaten für Unsicherheit sorgen. Banken dürften in ihrer Kreditvergabe insgesamt vorsichtiger werden. Kurzfristig dürfte der Rückenwind aufgrund der entspannteren Energiesituation allerdings stärker ausfallen als der Gegenwind strafferer Finanzierungsbedingungen. Wir sehen aber eine deutliche Wachstumsverlangsamung gegen Ende des Jahres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.0%	2023: 6.0%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Die Gesamtinflation verharrte im Februar auf hohem 8.7%. Wir rechnen in den kommenden Monaten mit einem deutlichen Rückgang, getrieben durch Basiseffekte bei den Energiepreisen. Allerdings sehen wir bei der Kerninflation weiteres Aufwärtspotenzial. Firmen scheinen weiterhin eine hohe Preissetzungsmacht zu geniessen und der Lohndruck dürfte gerade im Dienstleistungsbereich erhöht bleiben.

Frankreich Die Früchte früherer Reformen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.5%
2024: 1.0%	2024: 1.1%

Bilder brennender Müllcontainer und die breite Ablehnung der Rentenreform bestätigen auf den ersten Blick langgehegte Klischees zur vermeintlichen Unbeweglichkeit der französischen Gesellschaft. Dabei geht leicht vergessen, dass über die vergangenen Jahre wichtige Voraussetzungen für eine Stärkung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen geschaffen wurden. Die Digitalisierung schreitet rasch voran. Nicht zuletzt sorgte die Pandemie für einen breiten Schub im Onlinehandel. Hybrides Arbeiten reduziert zudem die Verletzbarkeit des Dienstleistungssektors durch Arbeitsniederlegungen im Transportsektor. Umfangreiche Infrastrukturprojekte im öffentlichen Verkehrswesen stehen kurz vor ihrem Abschluss. Herauszustreichen sind auch die Erfolge einer vorangegangenen Arbeitsmarktreform. Die Beschäftigtenquote in der Altersgruppe der 15- bis 64-Jährigen stieg gegenüber der Zeit vor der Pandemie um zwei Prozentpunkte an. Trotz weltweit nachlassender Konjunktdynamik und erhöhter Finanzierungskosten für den Privatsektor halten die Unternehmen gemäss Einkaufsmanagerindex an ihren expansiven Beschäftigungsplänen fest. Gemäss der Online-Stellenplattform Indeed wurden im ersten Quartal 2023 nur in 5 von 36 Wirtschaftsbereichen weniger Stellen ausgeschrieben als im Schlussquartal 2022. Damit bleibt eine Wachstumspause im Winter gefolgt von moderatem Wachstum weiterhin das wahrscheinlichste Szenario für 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.8%	2023: 4.9%
2024: 2.2%	2024: 2.5%

Die Inflationsprognose bleibt vorerst unverändert. Die Preise für Energie und Nahrungsmittel sind auf den Weltmärkten zwar rückläufig. Es bleibt aber nicht auszuschliessen, dass die Benzinpreise für Frankreichs Verbraucher in den nächsten Wochen streikbedingt wieder ansteigen. Ausserdem rechnen wir über die kommenden Monate mit einem weiteren Überschwappen der Preisdynamik auf die Dienstleistungskategorien.

Italien

Ende des Investitionsbooms?

Italien war im Februar eines der wenigen Industrieländer, wo der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie in der Wachstumszone lag. Im Dienstleistungssektor war die Dynamik etwas schwächer, aber insgesamt deuten die Umfragedaten darauf hin, dass Italien nach dem BIP-Rückgang im vierten Quartal 2022 einer technischen Rezession entgehen könnte. Wichtiger Wachstumstreiber dürften 2023 die Investitionen bleiben. Nach der Pandemie ist dank EU-Geldern (Next Generation EU) und Steueranreizen für energetische Sanierungen («Superbonus») ein regelrechter Bauboom ausgebrochen, und auch Anlageinvestitionen in der Industrie liegen weit über den (zugegebenermassen schwachen) Vor-Pandemie-Niveaus. Anhaltende EU-Geldflüsse und die erstaunlich stabile politische Situation sprechen zwar für eine Fortsetzung des Investitionszyklus, aber die Risiken für eine Abschwächung im Jahr 2024 nehmen aufgrund der steigenden Leitzinsen in der Eurozone und des Auslaufens des Superbonus-Programms zu. Folglich rechnen wir 2024 im Gegensatz zu Konsensus nicht mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums.

Spanien

Steigende Lebensmittelpreise

Spaniens Inflation ist im Februar unerwartet angestiegen. Höhere Energie- und Lebensmittelpreise waren die Hauptgründe für den Anstieg. Die Lebensmittelpreise stiegen, obwohl die Regierung die Mehrwertsteuer auf verschiedene Grundnahrungsmittel im Januar gesenkt oder ganz ausgesetzt hatte. Beispielsweise wurde die Mehrwertsteuer auf Öl und Pasta halbiert, für Gemüse, Getreide, Früchte und Brot wurde sie ganz ausgesetzt. Der sogenannte Paella-Index, der die Einkaufskosten der Hauptzutaten einer Paella misst, zeigt, dass die spanischen Haushalte für eine Paella im Februar 15.6% mehr bezahlt haben als im Vorjahr. Die Haupttreiber waren Reis und Olivenöl: Der Preis für Reis stieg um 20%, während Olivenöl im Vergleich zum Vorjahr um 30.5% gestiegen ist. Trotz der hohen Lebensmittelpreise liegt die Gesamtinflation in Spanien weiterhin unter der Durchschnittsinflation der Eurozone. Die Kosten für Grundnahrungsmittel dürften in Spanien jedoch ein Politikum bleiben, besonders im Hinblick auf die Parlamentswahlen Ende dieses Jahres, wo erwartet wird, dass Premier Pedro Sánchez zur Wiederwahl antritt.

Schweiz

Nicht nur auf die Banken gebaut

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 1.5%	2024: 1.6%

Mit der Erschütterung am Finanzplatz werden die Unsicherheiten zum Konjunkturausblick nochmals grösser. Nach einer ersten Abwägung sehen wir vorerst von einer Revision unserer kurzfristigen Wachstumsprognose ab. Mit der forcierten Übernahme der Credit Suisse durch ihre Konkurrentin UBS blieb das Funktionieren des Finanzplatzes jederzeit gewährleistet. Die Bedeutung der (Gross-)Banken für die Schweiz wird oft überschätzt. Für sich genommen, tragen sie nur rund 5% zur Bruttowertschöpfung der schweizerischen Volkswirtschaft bei. Von allen Arbeitsplätzen ausserhalb der Landwirtschaft sind lediglich rund 2% den Banken anzurechnen. Sollte die Entstehung einer übermächtigen Marktführerin den Wettbewerb nachhaltig beschränken, entstehen mittelfristig allenfalls Probleme in zu hohen Finanzierungskosten gerade für international tätige Unternehmen und in der fehlenden Innovationskraft im Finanzsektor. In der Kreditvergabe im Inlandsgeschäft und in der Vermögensverwaltung herrscht dagegen intensive Konkurrenz und dort werden auch weiterhin Fachkräfte gesucht. Ein Risikoszenario für die mittlere Frist ergäbe sich aus der Kombination von geringen Impulsen aus der Bauwirtschaft, einer Bankenlandschaft im Umbruch und wiederkehrenden Unsicherheiten im Verhältnis zu Europa. Diese drei Faktoren und ein vorgängiger Zinsanstieg waren vor 30 Jahren für eine mehrjährige Phase von schwachem Wachstum mitverantwortlich.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.3%	2023: 2.5%
2024: 1.5%	2024: 1.4%

Die Konsumentenpreise werden der rückläufigen Entwicklung auf Produzentenstufe mit einer Verzögerung folgen. Im dritten Quartal wird die Inflationsrate wieder unter 2% zu liegen kommen. Allerdings gilt es zu beachten, dass die Vermieter ihre Mieten auf laufenden Verträgen aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen erst auf Oktober 2023 anheben können. Im Anschluss daran wird die Inflationsrate zwischenzeitlich erneut über 2% klettern.

Grossbritannien Mildere Rezession

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.3%	2023: -0.5%
2024: 0.6%	2024: 0.7%

Nachdem die Einkaufsmanagerindizes (PMI) im Februar stark gestiegen sind, deuten die vorläufigen Zahlen auf eine Abschwächung des Stimmungsaufschwungs im März hin. Der Rückgang ist der Industrie geschuldet, während der Dienstleistungssektor weiterhin stark bleibt. Trotz des leichten Rückgangs bleibt der PMI für die Gesamtwirtschaft über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2023 erneut leicht nach oben korrigiert, gehen jedoch weiterhin von einer milden Rezession aus. Das monatliche BIP-Wachstum für Januar zeigt einen weiterhin robusten Haushaltskonsum, was doch erstaunlich ist, drückt doch die hohe Inflation auf die Kaufkraft. Es könnte jedoch momentan eine gewisse Vorverlagerung des Konsums geben, wenn die Haushalte davon ausgehen, dass Konsumgüter nur noch teurer werden. Diese Konsumausgaben dürften dann aber im Verlauf des Jahres fehlen. Das Frühlingbudget der britischen Regierung beinhaltet ein etwas grösser als erwartetes kurzfristiges Stimuluspaket, u. a. eine einjährige Einfrierung der Kraftstoffsteuer, Verzicht auf die Erhöhung des Energiepreisdckels im April sowie eine dreijährige Steuerbefreiung für Unternehmensinvestitionen. Zudem wurden verschiedene Massnahmen vorgestellt, um Nichterwerbstätige in den Arbeitsmarkt zu locken. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum dürften jedoch bescheiden sein.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.7%	2023: 6.4%
2024: 2.7%	2024: 2.9%

Die Inflation zog im Februar überraschend an, nachdem sie über die letzten drei Monate deutlich gefallen war. Besonders Preissteigerungen im Dienstleistungssektor sowie bei Kleidern und Lebensmitteln trugen zum starken Anstieg bei. Das Lohnwachstum bleibt weiterhin hoch, weshalb wir zwar mit einem Rückgang der Inflation im Jahresverlauf rechnen, das 2%-Inflationsziel der Bank of England bis Ende Jahr jedoch ausser Reichweite bleiben dürfte.

China Wachstum inmitten von Hürden

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.0%	2023: 5.3%
2024: 5.2%	2024: 5.2%

Die ersten offiziellen Wirtschaftsindikatoren für die Monate Januar und Februar zusammengenommen zeigen eine deutliche Erholung der chinesischen Wirtschaft. Die Einzelhandelsumsätze stiegen im Vergleich zu den ersten beiden Monaten des Vorjahres um 3.5% und der Immobiliensektor, der im vergangenen Jahr die Wirtschaftstätigkeit stark gebremst hat, zeigt erste Anzeichen einer Stabilisierung. Nebst positiven Immobilienverkäufen verzeichneten die Fertigstellungen von noch nicht abgeschlossenen Immobilienprojekten eine Wachstumsrate von 8%. Letztere Entwicklung ist auch mittelfristig von grosser Bedeutung, da die Fertigstellung und Lieferung vorverkaufter Immobilienprojekte ein Schlüsselfaktor ist, um das Vertrauen der Bevölkerung wiederherzustellen und eine Stabilisierung in diesem wirtschaftlich wichtigen Sektor zu gewährleisten. Das diesjährige von der Regierung gesetzte Wachstumsziel von 5% bleibt unterdessen moderat, was auch mit unserer eigenen Einschätzung im Einklang ist. Es liegen nämlich diverse Hürden für das Wirtschaftswachstum vor, wie eine schwache globale Nachfrage sowie eine noch immer schlechte Konsumentenstimmung. Ausserdem signalisiert das moderate Wachstumsziel, dass Peking nicht beabsichtigt, ein starkes Stimulus-Programm im Infrastruktur- oder Immobiliensektor zu lancieren.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.2%	2023: 2.3%
2024: 2.4%	2024: 2.4%

Chinas Inflationsrate fiel im Februar mit 1.0% äusserst tief aus. Einerseits ist dieser tiefe Wert mit einer hohen Basis im letzten Jahr zu erklären, da das chinesische Neujahrsfest letztes Jahr im Februar, dieses Jahr aber im Januar stattfand. Andererseits war auch die Wachstumsrate gegenüber dem Vormonat sehr gering, was aufzeigt, dass sich die wirtschaftliche Erholung und der Nachfrageschub noch im Anfangsstadium befinden.

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



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

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

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

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



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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Zweites Quartal 2023

Kernaussagen

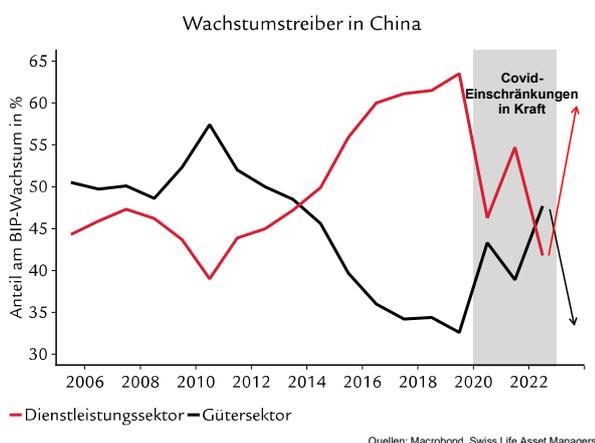
- Chinas Wirtschaftsaufschwung beflügelt asiatische Volkswirtschaften
- Turbulenzen im Bankensektor und erwartete Rezession in den USA belasten die Schwellenländer
- Zinserhöhungszyklus neigt sich dem Ende zu, Zinssenkungen nicht in Sicht, solange die Fed Zinsen anhebt

Die Zahl



Abgesehen von der türkischen Zentralbank, die seit längerem eine unorthodoxe Geldpolitik fährt, war die vietnamesische Zentralbank die erste der wichtigsten Schwellenländer, die in diesem Monat die Zinsen gesenkt hat. Allerdings war sie auch die einzige. Die überwiegende Mehrheit der Zentralbanken der Schwellenländer hält die Zinssätze unverändert auf einem sehr hohen Niveau. Denn der Spielraum für eine Umkehrung der Zinserhöhungen bleibt begrenzt, solange die US-Notenbank die Zinsen zur Bekämpfung der Inflation weiter anhebt.

Die Grafik



Die Covid-Beschränkungen haben Chinas Wirtschaft erheblich geschadet und insbesondere den Dienstleistungssektor belastet, dessen Anteil am BIP stark zurückgegangen ist. Jetzt, wo die Covid-Beschränkungen aufgehoben sind, erholt sich die Wirtschaft, angeführt von einem Aufschwung im Dienstleistungssektor, so dass dessen Anteil am BIP-Wachstum wieder das Niveau von vor der Pandemie erreichen dürfte. Exporteure von Dienstleistungen nach China dürften am meisten von diesem Aufschwung profitieren, d. h. vorwiegend Länder in Asien.

Chinas wirtschaftliche Erholung geht weiter

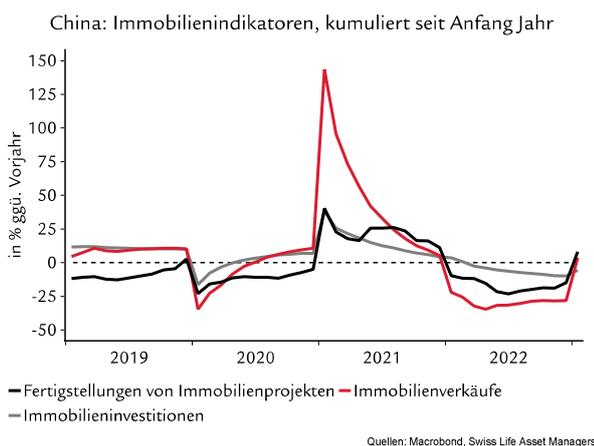
Chinas Wirtschaft erholt sich weiter. Die ersten offiziellen Wirtschaftsindikatoren für die Monate Januar und Februar zusammengenommen zeigen eine deutliche Verbesserung. Der Aufschwung fand vor allem im Konsum statt. Die Einzelhandelsumsätze stiegen im Vergleich zu den ersten beiden Monaten des Vorjahres um 3.5%, da die Gastronomie nach der Abschaffung der Covid-Beschränkungen kräftig zulegte. Auch die Entwicklung im Immobiliensektor, der im vergangenen Jahr die Wirtschaftstätigkeit stark gebremst hat, war positiv. Die Immobilienverkäufe nahmen wieder zu, während die Immobilienpreise im Monatsvergleich zum ersten Mal seit 18 Monaten stiegen. Ausserdem verzeichneten die Fertigstellungen von noch nicht abgeschlossenen Immobilienprojekten eine Wachstumsrate von 8%. Letztere Entwicklung ist auch mittelfristig von grosser Bedeutung, da die Fertigstellung und Lieferung vorverkaufter Immobilienprojekte ein Schlüsselfaktor ist, um das Vertrauen der Bevölkerung wiederherzustellen und eine Stabilisierung in diesem wirtschaftlich wichtigen Sektor zu gewährleisten. Diese günstige Entwicklung zu Beginn des Jahres steht im Einklang mit dem diesjährigen Wachstumsziel, das die chinesische Regierung auf rund 5% festgelegt hat. Das diesjährige Wachstumsziel bedeutet eine deutliche Erholung im Vergleich zum letzten Jahr, in dem die chinesische Wirtschaft um lediglich 3.0% wuchs. Gleichzeitig ist es aber auch das niedrigste jemals gesetzte Wachstumsziel, das allerdings mit unserer eigenen Wachstumsprognose für dieses Jahr übereinstimmt. Es liegen nämlich diverse Hürden vor. Erstens ist das aussenwirtschaftliche Umfeld ungünstig, da wir für die USA eine leichte Rezession erwarten und auch

die Nachfrage aus Europa schwach bleiben dürfte. Zweitens wird es einige Zeit dauern, bis die Konsumentenstimmung wieder das Vorpandemieniveau erreicht, was bedeutet, dass eine vollständige Erholung bei grösseren Anschaffungen auf sich warten lassen wird. Und drittens spiegelt sich im moderaten Wachstumsziel wider, dass Peking nicht beabsichtigt, ein starkes Infrastruktur- oder Stimulus Programm für den Infrastruktur- oder Immobiliensektor durchzuführen.

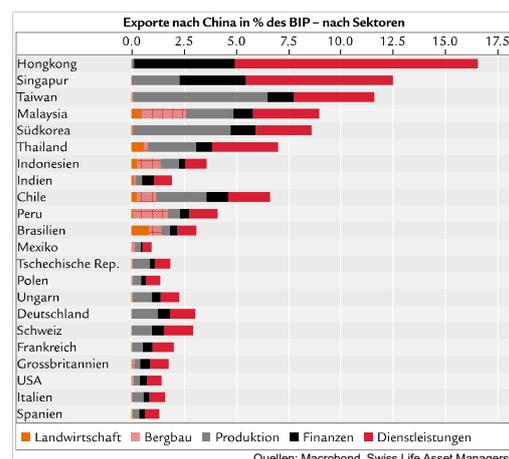
Chinas Aufschwung beflügelt asiatische Schwellenländer

Im Gegensatz zu früheren Episoden, in denen die chinesische Regierung ein starkes Wachstum durch einen kräftigen Infrastrukturschub herbeiführte, wird die Erholung der chinesischen Wirtschaft dieses Mal hauptsächlich durch eine Erholung des Dienstleistungssektors getragen. Dies bedeutet auch, dass der positive Spillover-Effekt auf den Rest der Welt weniger ausgeprägt sein wird. Die Länder, die am meisten vom chinesischen Aufschwung profitieren werden, sind Exporteure von Dienstleistungen nach China, also vor allem asiatische Volkswirtschaften wie Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia oder Thailand (siehe Grafik 2). Die Wachstumsaussichten für Asien bleiben dank des Rückenwinds durch die chinesische Erholung recht konstruktiv, trotz der trüben globalen Aussichten, insbesondere der Erwartung einer leichten Rezession in den USA. In anderen Schwellenländern rechnen wir jedoch mit einer deutlicheren Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. In Lateinamerika, der Region, in der die Zinssätze am stärksten und zudem sehr früh angehoben wurden, ist aufgrund des hohen Zinsniveaus eine Verlangsamung der Binnennachfrage zu beobachten. Für die europäischen Schwellenländer sind

Grafik 1: Chinas Immobiliensektor zeigt erste Anzeichen einer Stabilisierung



Grafik 2: Dienstleistungsexporteure in Asien profitieren am meisten von Chinas Wirtschaftsaufschwung

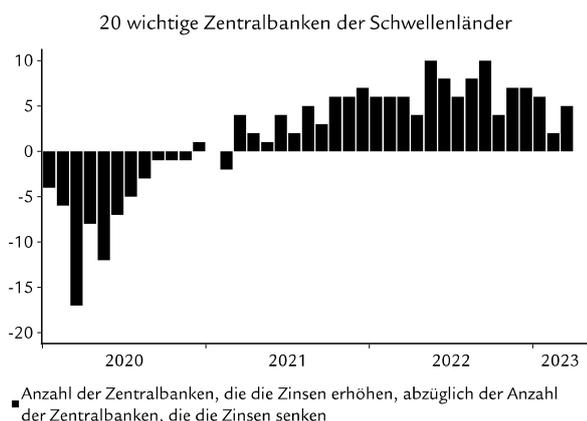


die Wachstumsaussichten ebenfalls düster, angesichts fehlender Wachstumsimpulse, geopolitischer Unsicherheit und der anhaltend hohen Inflation, die beispielsweise in Ungarn, Tschechien und Polen im zweistelligen Bereich verharrt.

Turbulenzen im Bankensektor sorgen für Unsicherheit

Der Bankensektor ist nach dem Zusammenbruch von zwei Regionalbanken in den USA und dem Kollaps der Credit Suisse in der Schweiz in den Fokus gerückt. In den Schwellenländern scheint der Bankensektor bislang in der Lage zu sein, dieses unbeständige Umfeld zu überstehen. Nach diversen vergangenen Krisen haben die Schwellenländer die Regulierungen verschärft, so dass eine gute Kapitalisierung im Finanzsektor gewährleistet ist. Darüber hinaus gilt die Einlagenbasis der Banken in den Schwellenländern als stabiler und diversifizierter gerade im Vergleich zu den USA. Dennoch könnte sich ein indirektes Risiko aus knapperen US-Dollar-Finanzflüssen ergeben. Dies ist ein mögliches Problem für Bankensysteme, die stärker von Bankkrediten aus den Industrieländern abhängig sind, was insbesondere auf die Türkei zutrifft. Ausserdem bestätigen die negativen Ereignisse in der Finanzindustrie unsere Ansicht, dass sich in den USA eine Rezession anbahnt. Die schwächere globale Nachfrage und Unsicherheiten an den Finanzmärkten belasten die wirtschaftlichen Aussichten der Schwellenländer. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Turbulenzen die Zentralbanken in den USA und in der Eurozone nicht davon abhalten werden, die Zinsen weiter anzuheben, um die Inflation zu dämpfen – auch wenn vielleicht in moderaterem Ausmass. Dies hat zur Folge, dass auch für Zentralbanken in den Schwellenländern die Mög-

Grafik 3: Zinssenkungen nicht in Sicht, solange die Fed Zinsen anhebt

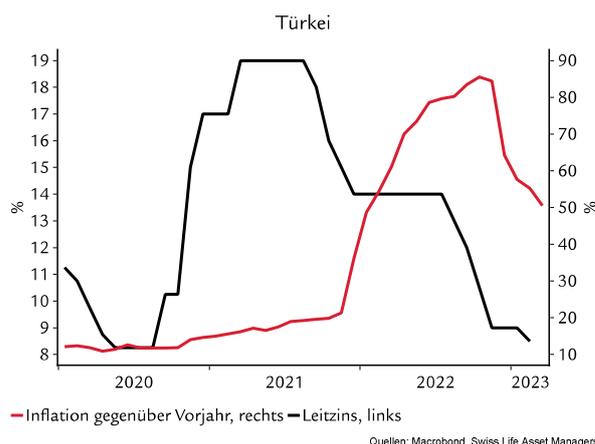


lichkeit für Zinssenkungen beschränkt bleibt, weil sie sonst eine Abwertung der Währung riskieren, was die Inflation wieder anheizen könnte (siehe Die Zahl).

Türkei: Erdogan steht vor schwierigen Wahlen im Mai

Am 14. Mai finden in der Türkei die Parlaments- und Präsidentschaftswahlen statt. Jüngsten Umfragen zufolge steht Erdogan vor den härtesten Wahlen in seiner bisher 20-jährigen Regierungszeit, da er deutlich hinter dem Oppositionskandidaten Kemal Kilicdaroglu zurückliegt – der von der Volksallianz, dem aus sechs Parteien bestehenden Oppositionsblock, nominiert wurde. Erdogan wird für die anhaltende Teuerungskrise mit einer Inflationsrate von über 55% im Februar sowie für die unzureichende Reaktion auf das verheerende Erdbeben im Süden des Landes verantwortlich gemacht. Obwohl es für eine Prognose noch sehr früh ist und sich die Dinge daher in beide Richtungen entwickeln können, hätte ein möglicher Regimewechsel positive Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Aussichten der Türkei. Einerseits würde eine glaubwürdigere Geldpolitik mit einem strafferen Kurs umgesetzt, der die Inflation senken würde. Ausserdem würde eine unabhängigere Zentralbank Kapitalzuflüsse anziehen und zu einer Stärkung der Lira führen. Bleibt Erdogan hingegen im Amt, bliebe sein Einfluss auf die Geld- und Wirtschaftspolitik intakt. Das heisst, die Zinsen würden trotz der hohen Inflation weiter zu tief gehalten und die anhaltenden Devisenverkäufe zur Stabilisierung der Lira würden die fundamentale Situation des Landes weiter schwächen.

Grafik 4: Unter Erdogan werden die Zinsen trotz hoher Inflation weiter gesenkt



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



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

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

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

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



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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

April 2023

Zinsen und Anleihen

In der Zwickmühle

USA

- Im März kam es in den USA zu starker Zinsvolatilität mit mehreren Intraday-Bewegungen von über 50 Basispunkten (BP) bei den Renditen zweijähriger US-Treasuries. Die zehnjährigen US-Renditen sanken zwar letztlich um rund 40 BP, aber dies verschleiert die Volatilität, was wiederum zu einem Anstieg der Kreditspannen um 34 BP führte.
- Das Fed beschloss im März trotz Stress im Bankensektor, die Leitzinsen um weitere 25 BP anzuheben, weil die weiterhin recht solide Wirtschaft mit dem angespannten Arbeitsmarkt die Inflation hoch hält.

Eurozone

- In der Eurozone weiteten sich die Kreditspannen im März stark aus, vor allem bei Finanzdienstleistern (+55 BP). Die Renditen auf Staatsanleihen sanken um 23 BP, weil Angst vor einer neuen Bankenkrise aufkam.
- Dennoch erhöhte die EZB die Zinsen um 50 BP, da die Kerninflation weiter zunimmt und Umfragen trotz des rekordverdächtigen Zinsanstiegs im letzten Jahr auf solides Wirtschaftswachstum hindeuten.

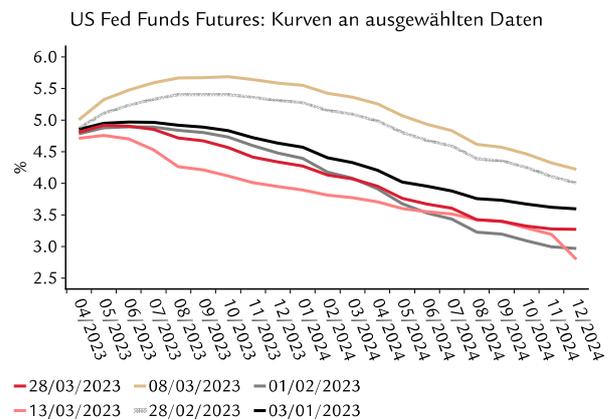
Vereinigtes Königreich

- Auch die Renditen britischer Staatsanleihen brachen im März um 46 BP ein, schwankten dabei aber stark, was zu einer Ausweitung der Kreditspannen führte.
- Die Bank of England erhöhte die Zinsen aufgrund der hartnäckigen Inflation und überraschend positiver Wirtschaftsdaten um 25 BP.

Schweiz

- In der Schweiz sanken die Renditen auf Staatsanleihen um 26 BP, weil der Bankensektor des Landes so stark gebeutelt wurde wie nie mehr seit der globalen Finanzkrise.
- Nachdem die SNB übers Wochenende eine beispiellose Notfallfusion zwischen den grössten Banken des Landes begleitet hatte, erhöhte sie die Zinsen dennoch um 50 BP, da die Inflation weiter anzieht.

Zinsen: Ungewissheit nimmt zu



Risiken bahnen sich langsam an und treten dann auf einen Schlag ein. Nirgends zeigt sich das so wie im Bankensektor, wo der Sprung ins Ausfallrisiko bei finanziellem Stress plötzlich schnell passieren kann. Mit dem Ausfall von US-Regionalbanken und der Fusion der beiden grössten Schweizer Banken stiegen die Kreditspannen an und die Zinsvolatilität explodierte. Der MOVE-Index für die implizite Volatilität von Anleihen erreichte ein Niveau wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Die kumulierten Intraday-Bewegungen der Staatsanleihenrenditen überstiegen zeitweise 100 BP. So gerieten die Anleger in eine Zwickmühle, als die Märkte die robusten Wirtschafts- und Inflationszahlen sowie die Aussicht auf eine tiefere Rezession und eine mögliche Bankenkrise zu verdauen versuchten. Obwohl die Notfallinterventionen von Fed und SNB Ansteckungsrisiken verhinderten, könnte der Schaden bereits angerichtet sein. Schärfere Kreditbedingungen sind fast sicher. Das dürfte das künftige Wirtschaftswachstum belasten und zu Ausfällen schwächerer Firmen führen. Zudem könnten die Zentralbanken die Leitzinsen kurzfristig anheben, da sich die Inflation verschärft. Wir erwarten daher grössere Kreditspannen und bleiben defensiv positioniert. Wegen des unsicheren Zinspfads halten wir die Duration nahe der Benchmark, erwarten aber, dass die Zinsen 2023 wegen der abflauenden Konjunktur sinken werden.

Aktien

Risse im Aktienmarkt

USA

- Der US-Markt büsste im März 0.1% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von +3.9% führte (alle Daten in dieser Spalte per 28. März, MSCI-Indizes). «Big Tech» trug positiv zur Performance bei, der Bankensektor negativ.
- Der US-Aktienmarkt hielt sich angesichts des Stresses im Bankensystem und des Ausfalls zweier Regionalbanken bemerkenswert gut. Der Subindex der Regionalbanken büsste im März 26% ein.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt immer noch über dem historischen Durchschnitt. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor.

Eurozone

- Im März kam der europäische Aktienmarkt unter dem US-Markt zu stehen. Er büsste 2.6% ein, die Performance seit Jahresbeginn liegt bei +8.6%.
- Der Stress im Bankensektor wirkte sich klar negativ auf die Performance aus (der Sektor verlor 12%).
- Der europäische Markt ist viel tiefer bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelte sich im März mit einer Performance von -4.5% am schlechtesten. Seit Jahresbeginn legte er nur 1.3% zu.
- Er ist von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Die Wirtschaft ist jedoch flau und das Finanzwesen hat eine hohe Gewichtung im Index.

Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im März 1.0% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von +2.8% führte.
- Der Stress im Bankensektor mit der Fusion von UBS und Credit Suisse sowie die nach wie vor schwache Performance der drei Indexschwergewichte belasteten den Markt.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

Schwellenländer

- Der März war mit einer Performance von -0.9% erneut schwach. Seit Jahresbeginn hat der Markt nur leicht zugelegt (+1.8%) und liegt damit hinter den übrigen Aktienmärkten zurück. Bisher hatten die Wiederöffnung Chinas und das Ende des Zinsanhebungszyklus keinen sichtbaren positiven Effekt.
- Schwellenländer sind relativ und absolut attraktiv bewertet.

Lehren aus den Turbulenzen im Bankensektor

Im März mussten das Fed und der US-Staat zwei Regionalbanken retten. Nur eine Woche später musste die Credit Suisse (CS) von der UBS übernommen, die SNB und der Staat mussten Garantien und Liquidität bereitstellen. In allen drei Fällen war ein Bank-Run der Grund für die Notlage: Kunden zogen rasch grosse Geldbeträge ab. Der Bank-Run wiederum wurde durch verlorenes Vertrauen in die Gesundheit der Banken verursacht. Bei der Silicon Valley Bank (SVB) sind die Abflüsse u. a. auf den Liquiditätsbedarf der Risikokapitalgeber zurückzuführen, da diese mit deutlich höheren Finanzierungskosten und steigenden Cash-Burn-Raten konfrontiert sind. Bei der CS waren Zweifel an der Tragfähigkeit des Geschäftsmodells der Grund. Wegen der Abflüsse hatte die CS zunehmend ein Liquiditätsproblem, die SVB musste ihre Bestände an US-Staatsanleihen neu bewerten und wurde insolvent. Was sind die Lehren aus der Krise? Erstens zeigt sie, dass durch Vertrauensverlust verursachte Bank-Runs mit den geltenden Vorschriften nicht verhindert werden können. Nicht einmal höhere Eigenkapitalquoten und Too-big-to-fail-(TBTF)-Vorschriften für systemrelevante Banken haben geholfen. Bank-Runs können nur vollständig verhindert werden, wenn Einlagen und Liquidität im Einklang sind und das Mindestreservesystem abgeschafft würde. Zweitens scheiterten die TBTF-Vorschriften oder wurden für das aktuelle Umfeld als zu riskant erachtet. Drittens war die Aufsicht nicht streng genug. Im Fall der SVB haben die Regulierungsbehörden trotz mehreren Warnungen nicht gehandelt. Die wichtigsten zur Diskussion stehenden Punkte sind nun: 1. Sind Banken zu gross, um im Krisenfall eine geordnete Abwicklung zu gewährleisten? 2. Können die Vorschriften verschärft werden, um das Risiko von Bank-Runs und Insolvenzen deutlich zu senken? 3. Wie können die falschen Anreize («Moral Hazard») durch staatliche Rettungsaktionen adressiert werden?

Unabhängig vom Ergebnis der Diskussionen sind drei Punkte für Anleger wichtig: 1. Das Bankensystem ist nicht so sicher und gut reguliert, wie wir dachten. 2. Es ist gut möglich, dass die regulatorischen Kosten für Banken weiter steigen und so die Profitabilität unter Druck setzen. 3. Es besteht das Risiko, dass die Banken die Kreditbedingungen verschärfen oder weniger Kredite vergeben, was das Rezessionsrisiko erhöhen würde.

Währungen

Neubewertung der Geldpolitik lässt USD sinken

USA

- Im März büsste der USD vs. die meisten grossen Währungen handelsgewichtet rund 2% ein.
- Grund war die starke Neubewertung der US-Geldpolitik, wobei die Finanzmärkte bereits fürs zweite Halbjahr Zinssenkungen einpreisten (siehe S. 1).
- Die USA dürften das erste grosse Industrieland sein, in dem der Zinszyklus dreht, und der USD dürfte sich in den nächsten drei Monaten weiter abschwächen.

Eurozone

- Der EUR legte vs. den USD 3% zu, wertete auch vs. die nordischen Währungen im März auf und bewegte sich vs. CHF und GBP seitwärts.
- Der EUR dürfte 2023 aufgrund der hartnäckigen Inflation und eines im Vergleich zu anderen Ländern verzögerten Zinserhöhungszyklus in der Eurozone gestützt bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP bewegte sich im März weitgehend analog zum EUR.
- Unsere Drei-Monats-Sicht auf GBP/USD ist neutral und wir erwarten eine gewisse GBP-Schwäche vs. EUR aufgrund der gedämpfteren Wirtschaftsaussichten für das Land.

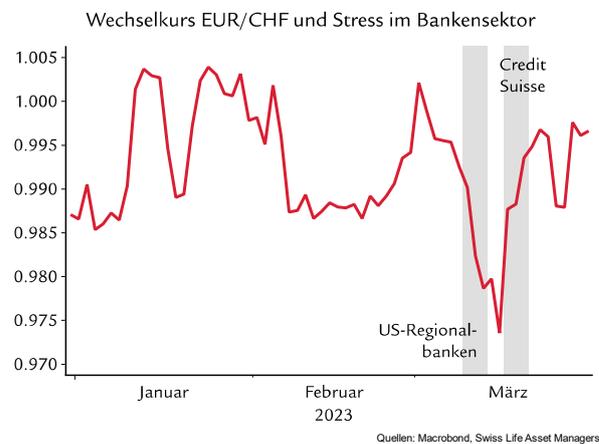
Schweiz

- Nach grossen Bewegungen schloss EUR/CHF den Monat weitgehend auf dem Niveau von Anfang März ab. Der CHF wertete vs. den USD rund 3% auf.
- Unsere Drei-Monats-Sicht auf EUR/CHF ist positiv und unsere Sicht auf USD/CHF somit neutral (siehe Haupttext).

Japan

- Wie andere Industrieländerwährungen wertete der JPY vs. den USD im März deutlich auf.
- Unsere Sicht auf USD/JPY bleibt negativ. Grund ist nicht nur unsere Einschätzung zur allgemeinen USD-Schwäche, sondern auch das Risiko, dass Japan die Normalisierung der Geldpolitik unter dem neuen Zentralbankchef Kazuo Ueda beschleunigen könnte.

Bleibt der Schweizer Franken eine Fluchtwährung?



Der März war für den CHF eine Achterbahnfahrt. Als der Stress im US-Bankensektor sich zuspitzte und bei Anlegern eine starke Risikoaversion hervorrief, spielte der CHF seine Rolle als Fluchtwährung aus und wertete vs. USD und EUR auf (siehe Grafik). Dasselbe galt für den JPY, die andere traditionelle globale Fluchtwährung. Der CHF und der JPY gingen in der darauffolgenden Woche getrennte Wege, als die Credit Suisse (CS) Sorgenkind Nr. 1 an den globalen Finanzmärkten wurde. Wegen des Schocks, dass eine systemrelevante Schweizer Bank zu kollabieren droht, und der durch die Notfallmassnahmen wie die komplette Abschreibung der CS-AT1-Anleihen verursachten regulatorischen Unsicherheit hinterfragten einige Marktteilnehmer die Stabilität des Schweizer Finanzsystems und den damit verbundenen Status des CHF als Fluchtwährung. Diese Sorgen sind wohl übertrieben, aber wir sehen andere Gründe für eine leichte CHF-Abschwächung in den nächsten Monaten, vor allem vs. EUR. Da die Zentralbanken die jüngsten Brände an den Finanzmärkten gelöscht und Liquiditätsgarantien bereitgestellt haben, könnte sich die Volatilität der Finanzmärkte etwas normalisieren, was zyklischen Währungen wie dem EUR zugutekommen würde. Zudem könnte sich der Fokus der SNB von importierter zu hausgemachter Inflation verlagern, was heisst, dass die SNB nicht aktiv auf einen stärkeren CHF drängt. Derweil bleibt der Inflationsdruck in der Eurozone höher als in der Schweiz, was zu grösseren Zinsdifferenzen führen und EUR/CHF stützen könnte.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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



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

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

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

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



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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

April 2023 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

In der Zwickmühle

Zusammenfassung

- Die jüngsten Marktschwankungen wurden durch den Ausfall zweier US-Banken ausgelöst, sind aber eine Folge des weltweiten Übergangs von einer ultralockeren zu einer restriktiven Geldpolitik.
- Die Zentralbanken stehen nun vor einer schwierigen Wahl: eine grössere Wahrscheinlichkeit systematisch höherer Inflation oder das Risiko zusätzlicher Turbulenzen im Finanzsektor.
- Die Märkte werden weiterhin über die Risiken debattieren und die Wahrscheinlichkeit beider Ereignisse einpreisen.
- Wir erwarten daher kurzfristig anhaltende Volatilität und eine negative Marktstimmung. Wir bleiben deshalb defensiv positioniert.

Zinsen und Anleihen

- Die Angst vor einer Finanzkrise und das höhere Rezessionsrisiko trieben die Renditen von Staatsanleihen nach unten, obwohl sie in der letzten Märzwoche zulegten. Die längerfristigen Renditen dürften sich auf dem aktuellen Niveau halten. Wir sind daher bei der Duration neutral.
- Die Kreditspannen weiteten sich in den jüngsten Turbulenzen aus und erreichten so ein Niveau wie zuletzt im Juni 2022. Die Spreads spiegeln aber Wirtschaftsrisiken nicht ausreichend wider und wir bleiben im Kreditrisiko leicht untergewichtet.

Aktien

- Die Aktienmärkte erzielten per 28. März aufgrund der negativen Entwicklung am europäischen Markt, der im Finanzwesen stärker gewichtet ist als der US-Markt, eine leicht negative Monatsrendite.
- Grundsätzlich hat sich nicht viel geändert, obwohl die Gewinnerwartungen wieder zugenommen haben. Die Anleihenmärkte preisen eine Konjunkturabschwächung ein, die Aktienmärkte offenbar nicht.
- Wir bleiben skeptisch, zumal die jüngsten Ereignisse signalisieren, dass sich die Geldpolitik auf die Realwirtschaft auszuwirken beginnt.

Wer antizipiert Rezessionen besser?

Anleihen- und Aktienmärkte entwickeln sich im Mittel tendenziell analog zur erwarteten Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten. Mitunter weichen sie aber voneinander ab. Dies geschieht oft um grössere Veränderungen der Wirtschaftstrends herum. Allgemein gilt, dass die Anleihenmärkte Abschwünge besser antizipieren als die Aktienmärkte, weil die maximale Rendite für Anleger, die eine Anleihe bis zum Verfall halten, (zirka) der Rendite auf Verfall entspricht. Ein widriges Wirtschaftsumfeld erhöht das Ausfall- und Verlustrisiko. Die Risiken sind daher für Anleiheninhaber asymmetrischer als für Aktieninvestoren, da die Aktienrenditen generell unbeschränkt sind. Anleiheninvestoren sollten daher verstärkt auf negative Konjunktursignale achten. Die Tabelle zeigt, wie sich die Kreditspannen von US-Firmenanleihen und der S&P 500 seit Juni 1989 in den letzten Monaten vor einer US-Rezession entwickelten. Die Kreditspannen waren in den zwölf Monaten vor der Rezession, die am 31.07.1990 begann, um 0.1% gestiegen. Rechnen die Märkte mit einer Rezession, sind vor deren Eintreten höhere Spreads und negative Aktienrenditen zu erwarten.

Startdatum	Kreditspannen			S&P 500		
	-12M	-6M	-3M	-12M	-6M	-3M
31.07.1990	0.1%	0.0%	0.0%	2.9%	8.2%	7.7%
30.03.2001	0.3%	0.2%	-0.2%	-22.6%	-19.2%	-12.1%
31.12.2007	1.1%	1.0%	0.5%	3.5%	-2.3%	-3.8%
28.02.2020	0.0%	0.0%	0.2%	6.1%	0.9%	-5.9%

Quelle: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Wegen der geringen Anzahl Rezessionen und vieler anderer Faktoren sollten die Ergebnisse nicht verallgemeinert werden. Dennoch zeigen die Daten, dass die Kreditspannen eine Rezession eher früh antizipieren und die Aktienmärkte eher später und weniger zuverlässig reagieren. Interessanterweise reagierten beide Märkte spät auf die letzte, sehr kurze Rezession (2020), wohl weil diese Rezession durch die Pandemie ausgelöst wurde und die Anleger überraschte.

Swiss Life Asset Managers



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



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

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

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

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

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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.