

Oktober 2022

## Kernaussagen

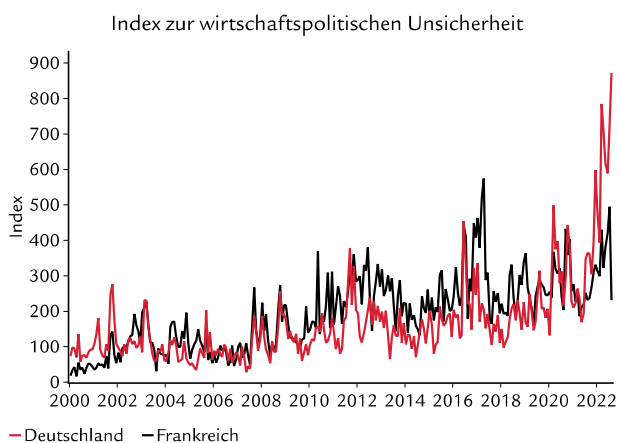
- Eurozone: Winterrezession nach Gaslieferstopp via Nord Stream 1 nun unausweichlich, Inflation steigt weiter
- USA: trotz Abschwächung der Konjunktur und der Inflationsdynamik weitere Zinsschritte nötig
- China: tiefere BIP-Prognose 2023 trotz möglichen Lockerungsschritten nach Parteikongress im Oktober

## 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%	0.4% ↓	0.5% ↓	8.1% ↓	8.0% ↓	3.9%	3.8%
Eurozone	3.0%	2.9% ↑	0.4% ↓	0.2% ↓	8.1% ↑	8.2% ↑	5.0% ↑	5.4% ↑
Deutschland	1.6%	1.4% ↓	-0.6% ↓	-0.7% ↓	7.7%	7.8% ↑	5.6% ↑	5.8% ↑
Frankreich	2.4%	2.5% ↑	0.3% ↓	0.6% ↓	5.4%	5.5%	3.5%	3.6% ↑
Grossbritannien	3.5%	3.4%	-0.1% ↓	-0.3% ↓	8.7% ↓	9.2% ↑	5.8% ↓	7.0% ↑
Schweiz	2.2% ↓	2.3% ↓	0.9% ↓	0.8% ↓	2.9% ↑	2.9% ↑	2.1% ↑	2.0% ↑
Japan	1.5% ↑	1.5% ↑	1.4%	1.5% ↓	2.2% ↑	2.2% ↑	1.5% ↑	1.4%
China	3.3%	3.3% ↓	5.1% ↓	5.0% ↓	2.2%	2.3% ↓	2.0%	2.3% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12. September 2022

## Grafik des Monats



Quellen: www.policyuncertainty.com, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Der Krieg in der Ukraine, die hartnäckig hohe Inflationsraten und Anzeichen einer bevorstehenden Rezession tragen alle zu hoher Unsicherheit bei. Allerdings zeigt sich innerhalb Europas ein markanter Unterschied in der Wahrnehmung der wirtschaftspolitischen Krisenlage. Die im Schaubild dargestellten Indizes messen, wie oft in der Berichterstattung zu Wirtschaftsfragen Begriffe wie Krise oder Risiko vorkommen. Derweil die Krisenstimmung in Deutschland aussergewöhnlich hoch ist, bleibt die Verunsicherung bei den französischen Nachbarn (noch) geringer als beispielsweise zu Zeiten des Brexits oder der Präsidentschaftswahlen von 2017.

## USA Wirtschaft hält sich über Wasser

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.7%
2023: 0.4%	2023: 0.5%

Im Gegensatz zu Europa verzeichnen die USA keine Energiekrise – im Gegenteil. Gasexporteure profitieren von höheren Weltmarktpreisen für Flüssiggas und die Haushalte jüngst von tieferen Benzinpreisen, die seit dem Höhepunkt Mitte Juni um 25% eingebrochen sind. Diese Entwicklung hat dazu beigetragen, dass sich die Konsumentenstimmung seit Juni leicht erholt hat und die Inflationserwartungen der Haushalte zurückgegangen sind. Der private Konsum und die gute Verfassung des Arbeitsmarkts halten die US-Wirtschaft derzeit noch immer über Wasser. Ebenfalls solide präsentiert sich die Lage in der Industrie, wo die Einkaufsmanager im September wieder eine verbesserte Auftragslage meldeten. Dennoch hat sich der Ausblick für 2023 weiter eingetrübt. Die US-Notenbank hat im Kampf gegen die Inflation die Rhetorik verschärft. Die Baisse an den Börsen und Reallohneinbussen sorgen dafür, dass die Sparquote sinkt und gerade jetzt, da die Zinsen steigen, sich mehr US-Haushalte mit Konsumkrediten verschulden. Offen bleibt, ob die USA künftig von Produktionsverlagerungen energieintensiver Industrien aus Europa profitieren können – ein Thema, das derzeit in den Medien (aber noch nicht in den ökonomischen Zahlen) auftaucht, dem aber Fachkräftemangel sowie steigende Lohn- und Finanzierungskosten in den USA im Weg stehen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.0%
2023: 3.9%	2023: 3.8%

Nach den erfreulichen Juli-Zahlen brachten die Inflationsszahlen für August erneut eine Überraschung nach oben. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, stieg von 5.9% auf 6.3%. Als einzige Kategorien verzeichneten Benzin und Flugtickets deutliche Preisrückgänge, ersteres sorgt in Kombination mit negativen Basiseffekten für einen Rückgang der Gesamtinflation von 8.5% auf 8.3%. Auch wenn der Höhepunkt der Gesamtinflation vermutlich hinter uns liegt, deutet die anhaltend hohe Kerninflation auf zusätzlichen geldpolitischen Handlungsbedarf hin.

## Eurozone An der Schwelle zur Rezession

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.0%	2022: 2.9%
2023: 0.4%	2023: 0.2%

Die auf Seite 1 gezeigte wirtschaftspolitische Verunsicherung kommt nicht von ungefähr. Obwohl es den Ländern der EU wohl rechtzeitig vor den Wintermonaten gelingen wird, ihre Gasspeicher über die angestrebten Werte hinaus zu füllen, bleibt das Risiko einer Strommangellage bestehen. Eine Eskalation des Kriegsgeschehens in der Ukraine ist weiterhin nicht auszuschliessen. Und zudem macht die Europäische Zentralbank nun allem Anschein nach Ernst mit der Normalisierung der Geldpolitik. Die bereits vorliegenden Werte zu den Einkaufsmanagerindizes für die Eurozone lagen im September sowohl für die Industrie als auch für den Dienstleistungssektor unterhalb von 50 Punkten. Damit schrumpft die Industrie der Eurozone schon seit drei Monaten, bei den Dienstleistern liegen die Umfragewerte seit August im Kontraktionsbereich. Die Eurozone steht somit insgesamt am Anfang einer Rezession. Nicht alle Teilnehmerländer werden von diesem Abschwung gleichermassen betroffen sein. Frankreich, wo die Inflation dank einem hohen Anteil administrativ festgelegter Preise die Kaufkraft der Verbraucher weniger erodieren lässt, dürfte mit einem blauen Auge davonkommen. Exportnationen, deren Industriesektoren unter den hohen Energiepreisen leiden, sind dagegen einem weit kräftigeren Gegenwind ausgesetzt.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.2%
2023: 5.0%	2023: 5.4%

Anders als in den USA ist in der Eurozone der Höhepunkt des Inflationszyklus noch nicht erreicht. Die jüngsten Zahlen zu den Produzentenpreisen zeigen für Deutschland und Spanien Jahresveränderungsraten von über 40%. Auch wenn die Europäische Zentralbank gegen die hohen Energiepreise nichts ausrichten kann, tut sie gut daran, die Geldpolitik weiter zu straffen. Nur so werden sich auch in Europa wie schon in den USA die langfristigen Inflationserwartungen wieder normalisieren, und nur so lassen sich Zweitrundeeffekte in den Griff bekommen.

## Deutschland Starke Abkühlung

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.4%
2023: -0.6%	2023: -0.7%

Mit dem nun offiziellen Stopp der Gaslieferungen via Nord Stream 1, sehen wir uns gezwungen, unsere Wachstumsprognosen insbesondere für Deutschland erneut nach unten zu revidieren und eine deutliche Winterrezession zu prognostizieren. Die Rezessionsängste zeigen sich in sämtlichen September-Umfragen deutlich. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) deuten auf weniger Bestellungseingänge in der Industrie und bei Dienstleistern hin. Die Subindizes zur zukünftigen Geschäftsentwicklung brachen in beiden Sektoren regelrecht ein. Auch gemäss Umfrage des ifo Instituts waren die Geschäftserwartungen in allen Branchen stark rückläufig und befinden sich nun nahe bei den Pandemietiefstständen. Die Konsumentenstimmung, die bereits auf rekordtiefen Niveaus liegt, dürfte sich weiter verschlechtern. Sucht man in diesem Umfeld nach einer positiven Botschaft, wäre sie, dass die Gaspeicherstände nach wie vor weiter ansteigen und mittlerweile bei über 90% liegen. Zudem hat insbesondere die Industrie ihre Gasnachfrage bereits im zweiten Quartal um fast 15% reduziert. Entscheidend wird nun sein, ob in der Wintersaison auch bei den Haushalten ähnliche Einsparungen möglich sind. Falls ja, dürfte Deutschland von den schlimmsten Energieknappheitsszenarien verschont bleiben.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.7%	2022: 7.8%
2023: 5.6%	2023: 5.8%

Trotz der sich rasant abkühlenden Konjunktur ist der Inflationshöchststand in Deutschland mit 7.9% im August noch nicht erreicht. Gemäss PMI stieg der Preisdruck im September erneut an und der Produzentenpreisindex war im August 45% höher als im Vorjahr – ein erneuter Rekordanstieg. Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise zeichnen sich vermehrt ab. In der Politik wird zwar nun über Preisdeckel bei Elektrizitäts- und Gasrechnungen für Haushalte diskutiert, konkrete Vorschläge liegen bei Redaktionsschluss aber noch keine auf dem Tisch. Wir korrigieren unsere Inflationsprognosen für das Jahr 2023 erneut nach oben.

## Frankreich Dienstleister als Stütze

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.4%	2022: 2.5%
2023: 0.3%	2023: 0.6%

Auch Frankreich kann sich der geopolitischen Verunsicherung nicht entziehen, auch wenn die Lage in der Öffentlichkeit offenbar noch nicht gleich pessimistisch beurteilt wird wie in Deutschland. Eine vorteilhaftere Zusammensetzung des Bruttoinlandsprodukts und die Bereitschaft, den fiskalpolitischen Spielraum maximal auszuschöpfen, sorgen bisher dafür, dass Unternehmer- und Verbraucherstimmung nicht wie andernorts einbrechen. Nach wie vor sind Unternehmen auch bereit, neue Stellen zu schaffen. Im Unterschied zur Eurozone bleibt Frankreichs Dienstleistungssektor gemäss dem jüngsten Einkaufsmanagerindex auf Expansionskurs. Dieser Bereich ist weniger von den hohen Energie- und Finanzierungskosten betroffen als die Industrie. Auch die Energiediskussion wird in Frankreich abgesehen von der heiss umstrittenen Benzinpreisfrage anders geführt als im übrigen Europa. In Frankreich wäre eine mögliche Strommangellage in den Wintermonaten auf den Ausfall eines grossen Teils seiner Kernkraftwerkwerke zurückzuführen. Aktuelle Zahlen zeigen, dass die Kernkraftwerke derzeit weniger als 50% der möglichen Leistung produzieren. Offizielle Verlautbarungen der zuständigen Behörden stellen allerdings bis Ende Jahr die Rückkehr zu einer Produktion von rund 90% der Gesamtkapazität in Aussicht.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.4%	2022: 5.5%
2023: 3.5%	2023: 3.6%

In Frankreich überraschte die Inflation im August mit 5.8% gegen unten und blieb somit tiefer als in den anderen grossen Volkswirtschaften der Eurozone. Wir rechnen aber nicht damit, dass damit der Inflationshöchststand in Frankreich hinter uns liegt. Auch wenn sich die hohen Energiepreise in Frankreich weniger stark in den Konsumentenpreisen niederschlagen, ist mit weiteren Anstiegen zu rechnen. Auch die Kerninflation dürfte noch weiter anziehen. Gemäss Einkaufsmanagerindex nahm der Preisdruck zuletzt sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistern wieder zu.

## Grossbritannien Misstrauensvotum

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 3.4%
2023: -0.1%	2023: -0.3%

Das Ende September angekündigte «Minibudget» des neuen britischen Schatzkanzlers Kwarteng wurde von den Finanzmärkten abgestraft; das Pfund brach ein und die Rendite auf zweijährige Staatsanleihen legte innert zwei Tagen im Rekordtempo zu, von 3.5% auf 4.5%. Ein zusammengewürfelter Mix von Steuerensenkungen komplettiert bereits vorher angekündigte grosszügige Massnahmen gegen steigende Energiekosten und sorgt für eine massive Erhöhung der Schuldenaufnahme im laufenden Fiskaljahr, von netto £162 Milliarden (vor dem «Minibudget») auf £234 Milliarden (9.3% des BIP). Kurzfristig dürfte das Einfrieren der Energiekosten für Haushalte die Konjunktur tatsächlich stützen. Die fiskalische Largesse könnte sich allerdings schon bald als kontraproduktiv entpuppen, da der zusätzliche Inflationsdruck und die Abwertung des Pfunds die Zentralbank zu einem noch abrupteren Bremsmanöver zwingen werden. Wir rechnen deshalb auch nach den jüngsten politischen Entwicklungen mit einer Rezession in Grossbritannien und haben die BIP-Prognose für 2023 leicht nach unten auf -0.1% revidiert. Die britische Industrie kann sich gemäss der jüngsten Umfrage unter Einkaufsmanagern genauso wenig dem globalen Abschwung entziehen wie die Mitbewerber auf dem Kontinent. Etwas besser sah die Lage im September noch im Dienstleistungssektor aus, aber auch hier droht nach der Erhöhung der Energiepreise für Haushalte ab Oktober eine Abschwächung.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.7%	2022: 9.2%
2023: 5.8%	2023: 7.0%

Die neue Regierung unter Liz Truss friert den Preisdeckel für Energie auf £2500 für einen typischen Haushalt ein – eine Massnahme, die bis 2024 gilt. Damit steigt der Preisdeckel im Oktober 2022 statt um 80% «nur» um 27%, was eine Reduktion des Inflationspfads 2022 und vor allem im Jahr 2023 mit sich bringt. Das ändert allerdings nichts daran, dass Grossbritannien unter den grossen Industrieländern 2023 die höchste Inflationsrate aufweisen wird.

## Schweiz Aufkommender Gegenwind

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.3%
2023: 0.9%	2023: 0.8%

Wir sehen uns zu einer deutlichen Abwärtsrevision unserer Annahmen zum BIP-Wachstum für 2022 gezwungen. Auch die Schweiz kann sich dem konjunkturellen Gegenwind, der über Europa hinwegzieht, nicht völlig entziehen. Die Konsumenten sehen sich auch hierzulande einem Kaufkraftverlust ausgesetzt und äussern sich zurückhaltend, was ihre Anschaffungspläne für dauerhafte Konsumgüter angeht. Die Bauausgaben stagnieren seit Beginn des Jahres und dürften angesichts der steigenden Finanzierungskosten in den kommenden Quartalen negativ zum BIP-Wachstum beitragen. Auch wenn bisher erst vereinzelte Stimmen vor den Folgen der markanten Aufwertung des Frankens warnen, dürfte die Exportwirtschaft einen spürbaren Rückgang des Bestellungseingangs erfahren. Ähnlich gestaltet sich die Ausgangslage für den Tourismus im Hinblick auf die kommende Wintersaison. In der Summe ergibt sich in unserem Basisszenario ein veränderter Pfad zum Verlauf des realen Bruttoinlandsprodukts: Für das erste Quartal 2023 gehen wir nun von einer leicht rückläufigen Wirtschaftsleistung aus, eine Rezession im eigentlichen Sinn erwarten wir aber nach wie vor nicht. Zu erwähnen bleibt, dass wir in diesem Basisszenario für die Wintermonate von einer jederzeit gewährleisteten Versorgung mit Strom und Gas ausgehen. Im ungünstigeren Fall einer verschärften Mangellage wird die Rezession auch für die Schweiz unvermeidlich.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 2.9%
2023: 2.1%	2023: 2.0%

Im Vergleich mit anderen Notenbanken der entwickelten Volkswirtschaften erhöhte die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen gemessen an der aktuell ausgewiesenen Inflation erheblich stärker. Dazu kommt, dass die SNB auch am Devisenmarkt nichts gegen die aktuelle Aufwertung des Frankens zu unternehmen scheint. Wir teilen die Zuversicht der Verantwortlichen der SNB, wonach die Inflation ihren Höhepunkt schon bald überschritten haben wird.

## Japan Auf Einkaufstour

### BIP-Wachstum

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

Nun fallen die pandemiebedingten Einschränkungen auch in Japan: Das Land öffnet seine Grenzen ab dem 11. Oktober wieder für den Massentourismus. Vor der Pandemie verzeichnete Japan rund 2.5 Millionen Einreisende pro Monat, 85% davon aus dem asiatischen Raum und je 5% aus den USA und Europa. Im August 2022 betrug diese Besucherzahl gerade mal knapp 170'000. Die Wiederöffnung dürfte dem japanischen Dienstleistungssektor etwas Auftrieb verleihen. Der Optimismus zeigte sich bereits im entsprechenden September-Einkaufsmanagerindex, der wieder über der Wachstumsschwelle von 50 notierte und auf einen starken Anstieg der neuen Bestellungseingänge hindeutete. Dank der rasanten Abwertung des Yens seit Jahresbeginn sind Ferien in Japan aktuell so günstig wie schon lange nicht mehr. Gegenüber dem US-Dollar wertete der Yen seit Januar um 25% ab, gegenüber dem chinesischen Yuan um etwas mehr als 10%. Die Abwertung sorgt aber zusammen mit den ohnehin massiven Preisanstiegen für importiertes Öl und Gas zu einer weiteren Verteuerung der Importe und damit zu einer rekordtiefen Handelsbilanz. Dem versuchte das japanische Finanzministerium jüngst entgegenzuwirken, indem es zum ersten Mal seit 1998 Yen kaufte. Es ist allerdings zweifelhaft, ob solche Interventionen die Währung nachhaltig stützen können, solange die japanische Zentralbank an ihrer ultralockeren Zinspolitik festhält, während alle anderen grossen, westlichen Zentralbanken ihre Zinsen im Eiltempo erhöhen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.2%
2023: 1.5%	2023: 1.4%

Eine Reise nach Japan könnte sich gerade für amerikanische und europäische Touristen auch dank der tieferen Teuerung lohnen. Der Inflationsdruck nimmt aber auch in Japan weiter zu. Die Gesamtinflation und die Kerninflation, die frische Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, stiegen im August auf 3.0% respektive 1.6% an. Die Zentralbank gewichtet bei ihren Zinsentscheidungen die Rezessionsrisiken nach wie vor höher.

## China Auf zur dritten Amtszeit

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.3%
2023: 5.1%	2023: 5.0%

Am 16. Oktober findet der Kongress der Kommunistischen Partei in China statt – das wohl wichtigste politische Ereignis des Jahrzehnts, das wichtige Hinweise sowohl auf veränderte Machtverhältnisse als auch auf mögliche bevorstehende strategische Kurswechsel liefern wird. Während es weitestgehend feststeht, dass sich Xi Jinping für eine dritte Amtszeit als Generalsekretär der Partei wählen lassen wird, werden potenzielle Veränderungen wirtschaftspolitisch wichtiger Positionen, wie die des Premierministers Li Keqiang und des Wirtschaftszenen Liu He im Fokus stehen. Ausserdem wird es interessant sein, auf mögliche Veränderungen der Covid-Strategie zu achten. Bis zu diesem politischen Schlüsselereignis war es Chinas Priorität, für Stabilität zu sorgen und insbesondere einen landesweiten Covid-Ausbruch um jeden Preis zu vermeiden. Ist der Kongress einmal vorüber, könnten kleinere schrittweise Lockerungen der strikten Eindämmungsmassnahmen möglich werden. Jedoch ist aufgrund der noch immer tiefen Impfquote der vulnerablen Bevölkerung eine sofortige Abkehr von der Null-Covid-Strategie in den nächsten Monaten unwahrscheinlich. Entsprechend erwarten wir, dass die Pandemie und die damit einhergehenden Eindämmungen Chinas Wirtschaft bis mindestens zum zweiten Quartal des nächsten Jahres beeinflussen werden, und senken unsere Wachstumsprognose für 2023 auf 5.1%.

### Inflation

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

Chinas Inflationsrate ging im August von zuvor 2.7% auf 2.5% zurück. Niedrigere Lebensmittel- und Energiepreise waren zwei Treiber. Aber auch die Kerninflation, welche die volatilen Lebensmittel- und Energiepreise ausschliesst, blieb mit 0.8% auf einem sehr niedrigen Niveau. Dies weist auf die andauernde Verunsicherung der Bevölkerung aufgrund der Covid-Strategie hin, die den Konsum belastet.

## 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 Flier**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.flier@swisslife-am.com

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

Senden Sie eine E-Mail an: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

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

Viertes Quartal 2022

## Kernaussagen

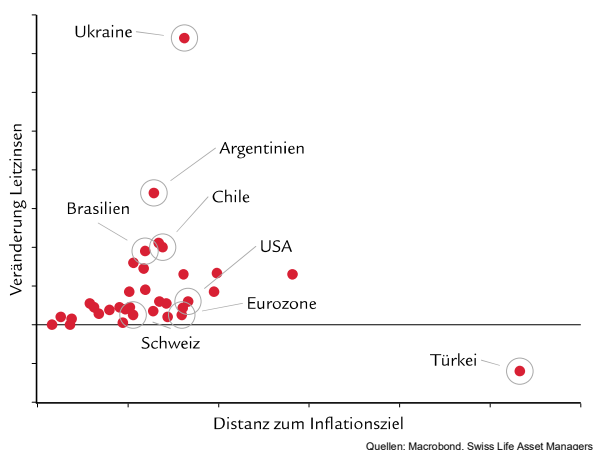
- Das hohe Zinsumfeld belastet die Schwellenländer, mittelfristig sind die Aussichten für Asien konstruktiv
- Nebst hoher Inflation und hohen Zinssätzen trübt die politische Unsicherheit die Aussichten Lateinamerikas
- Chinas Wachstumsaussichten bleiben ungewiss, die Hindernisse unterscheiden sich jedoch von denen Japans

## Die Zahl

20

Am 16. Oktober findet der 20. Kongress der Kommunistischen Partei Chinas statt. Während sich Xi Jinping für eine dritte Amtszeit als Generalsekretär der Partei wählen lassen wird, werden die potenziellen Nachfolger von Premierminister Li Keqiang und des obersten Wirtschaftsberaters Liu He im Mittelpunkt des Interesses stehen. Vor diesem politischen Schlüsselereignis war und ist es Chinas Priorität für Stabilität zu sorgen und insbesondere einen landesweiten Covid-Ausbruch um jeden Preis zu verhindern. Nach dem Kongress wird es entsprechend wichtig sein auf mögliche, wenn auch bestenfalls nur schrittweise, Anpassungen der strikten Null-Covid-Strategie zu achten.

## Die Grafik

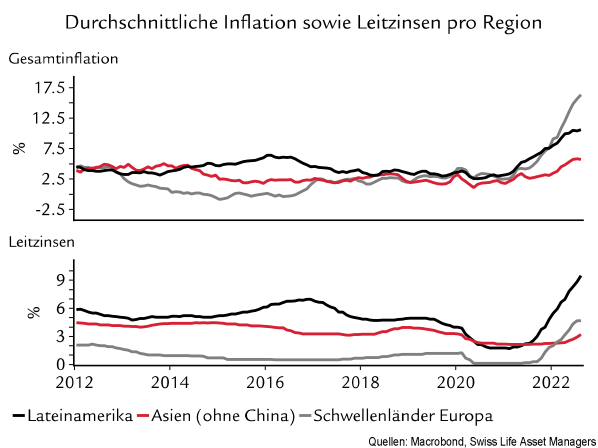


Weltweit schießt die Inflation weit über das von den Zentralbanken definierte Inflationsziel hinaus. Entsprechend heben die Zentralbanken ihre Leitzinsen an, um dem steigenden Inflationsdruck entgegenzuwirken. Unter den Spitzenreitern finden sich allen voran lateinamerikanische Länder wie Argentinien, Brasilien und Chile. In der Türkei weht derzeit ein anderer Wind. Obwohl das Land eine rekordhohe Inflationsrate von über 80% verzeichnet, senkt die Zentralbank die Zinsen weiter – Ausdruck des politischen Drucks von Präsident Erdogan, der niedrigere Zinsen propagiert, um Investitionen anzukurbeln.

## Mittelfristig konstruktive Wachstumsaussichten für Asien

Die nachlassende globale Nachfrage belastet die Schwellenländer zusehends. Der Einkaufsmanagerindex für die Exportaufträge der Schwellenländer rutschte im August weiter unter die 50-Punkte-Marke auf 48.7. Dieser Abwärtstrend dürfte sich fortsetzen, zumal die Nachfrage aus Europa, das von einer Energiekrise heimgesucht wird, weiter ins Stocken gerät und höhere Zinsen in den USA die überhitzte US-Wirtschaft abkühlen dürften. Besonders exportabhängige Volkswirtschaften in Nordasien wie Südkorea, Taiwan und China verzeichneten für den August einen deutlichen Einbruch ihrer Einkaufsmanagerindizes. Derweil ist in China der Einbruch nicht nur auf die nachlassende globale Nachfrage zurückzuführen, sondern auch auf die schwache inländische Dynamik, da andauernde Covid-Lockdowns die Konsumentenstimmung belasten und der angeschlagene Immobiliensektor weiter unter Druck steht. Südasiens hingegen blieb bisher recht widerstandsfähig. Die südasiatischen Volkswirtschaften profitieren nach wie vor von der Dynamik der Wiedereröffnung seit dem Höhepunkt der Pandemie. Zudem ist die Inflation in Asien im Vergleich zu anderen Regionen bisher auf deutlich moderateren Niveaus geblieben, so dass Zinserhöhungen in geringerem Ausmass durchgeführt wurden und daher die Binnennachfrage weniger stark belasten. Falls China im nächsten Jahr zu einer flexibleren Covid-Eindämmungsstrategie übergeht, könnte die Region zudem von dessen zyklischem Aufschwung profitieren. Mittelfristig sind die Aussichten für Asien entsprechend relativ konstruktiv. Kurzfristig bleibt das Umfeld für die Schwellenländer global jedoch schwierig, insbesondere solange die US-Notenbank ihre Zinsen

Grafik 1: Asien ist am wenigsten von hoher Inflation und hohen Zinsen betroffen



weiter anhebt, was den US-Dollar stärkt und die Währungen der Schwellenländer unter Druck setzt.

## Lateinamerika erschüttert von politischen Unsicherheiten

Neben den rekordhohen Inflationswerten und Zinssätzen werden die Aussichten Lateinamerikas durch politische Unsicherheiten getrübt. In Chile lehnte die Bevölkerung mit überwältigender Mehrheit die neu ausgearbeitete Verfassung ab, die zum Ziel hatte, die grassierende Ungleichheit in der Gesellschaft des Landes zu mildern. Der neue Vorschlag enthielt zwar sehr begrüßenswerte Umwelt- und Sozialrechte, doch die damit einhergehende Notwendigkeit einer Erhöhung der öffentlichen Ausgaben hätte den finanzpolitischen Kurs des Landes infrage gestellt, während die Umweltschutzaspekte Zweifel an der künftigen Leistungsfähigkeit des Bergbausektors aufkommen liessen – ein Sektor, von dem die Wirtschaft des Landes nach wie vor stark abhängt. Die Ablehnung schafft somit zwar das Potenzial für eine Verfassung mit einem moderateren Text, gleichzeitig bedeutet dies jedoch eine weitere Periode politischer Unsicherheit, bis ein neuer Vorschlag vorgelegt wird. Unterdessen befindet sich Brasilien mitten im Wahlkampf. Bis anhin führt der ehemalige Präsident Lula da Silva in den meisten Meinungsumfragen mit grossem Vorsprung. Obwohl allgemein erwartet wird, dass der linksgerichtete Kandidat einen gemässigten politischen Kurs verfolgen würde, erklärte er, dass er die Regeln für die Begrenzung der öffentlichen Ausgaben aufheben würde – ein Anker für die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik. Zudem bleibt unklar, ob Präsident Bolsonaro eine Niederlage akzeptieren würde oder ob er vielmehr seine Anhänger zu Protesten anspornen würde.

Grafik 2: Umfragen sagen Lula da Silva als neuen brasilianischen Präsidenten voraus



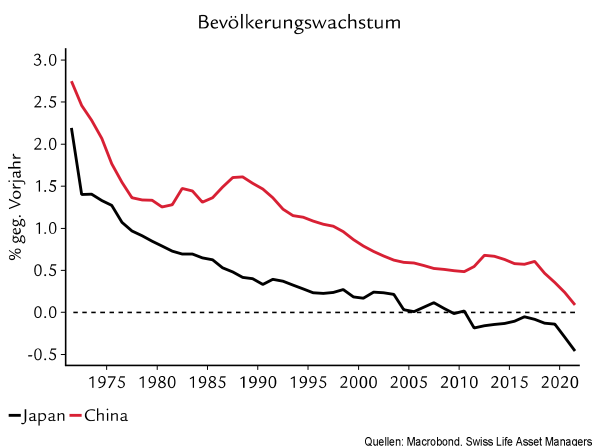


## Folgt China Japans niedrigem Wachstumspfad?

In vielerlei Hinsicht ähnelt die derzeitige Situation in China derjenigen Japans der späten 1980er Jahre, als die Immobilienblase platzte, worauf über 30 Jahre schleppendes Wirtschaftswachstum folgten. Erstens hat China, ähnlich wie Japan in den 1980er Jahren, eine enorme Hauspreisinflation erlebt und ist mit dem Risiko einer erheblichen Immobilienblase konfrontiert, die sich allmählich entlädt. Zweitens sehen sich beide Länder mit einem steigenden Anteil einer alternden Bevölkerung konfrontiert – wobei rasch alternde Gesellschaften mit einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung eine grosse Belastung für das wirtschaftliche Wachstumspotenzial darstellen. Trotz dieser gemeinsamen Herausforderungen gibt es jedoch bedeutende Unterschiede zwischen den Ländern, von denen drei besonders hervorzuheben sind. Erstens unterscheiden sich die Länder in den jeweiligen politischen Systemen. In China spielt der Staat eine beherrschende Rolle in der wirtschaftlichen Agenda und er hat auch eine starke Kontrolle über den Immobilienmarkt, sei es in Bezug auf Erwerb, Verkauf oder auch auf Preisbildung. Während also in Japan das Wachstum der Immobilienpreise in den 90er Jahren stark ins Negative fiel und über einen längeren Zeitraum im negativen Bereich verharrte, blieben die Immobilienpreise in China selbst in Zeiten rückläufiger Wohnungsbauaktivitäten relativ stabil – auch wenn sie im derzeitigen Abschwung unter Druck stehen. Zweitens gibt es in China strenge Kapitalverkehrskontrollen, welche die Investitionsmöglichkeiten im Ausland einschränken. Während die Japaner also in der Lage waren, sich von schwächelnden inländischen Vermögenswerten zu trennen, was den Abwärtsdruck der entsprechenden Vermögenspreise be-

schleunigte, ist dieser Spielraum für die Chinesen stark eingeschränkt. Drittens befindet sich China im Vergleich zum Japan der 1980er Jahre in einem anderen Entwicklungsstadium. Japan war schon damals eine sehr fortschrittliche Volkswirtschaft, mit keinen grossen Einkommensunterschieden zwischen den Regionen, einer durchwegs hochentwickelten Infrastruktur, soliden Institutionen und einem hohen Anteil an Privatunternehmen. In China hingegen sind die Ungleichheiten zwischen den grossen florierenden Städten wie Shanghai, Peking oder Shenzhen und einem grossen übrigen Teil des Landes enorm. Zudem werden Arbeit und Kapital nach wie vor grossenteils nicht effizient eingesetzt. Bereits eine bessere Allokation dieser Faktoren in produktive Unternehmen kann rasche Produktivitätssteigerungen herbeiführen – und dies sogar ohne grosse Innovationsfortschritte. Die positiven Aussichten auf ein anhaltend hohes Produktivitätswachstum können schliesslich die negativen Effekte der schrumpfenden Erwerbsbevölkerung bis zu einem gewissen Grad kompensieren. Daher ist es unwahrscheinlich, dass die gemeinsamen Herausforderungen, die China mit Japan teilt, zu demselben düsteren Wachstumspfad führen werden, den Japan eingeschlagen hat. Vielmehr hat China hausgemachte Herausforderungen zu bewältigen, die sein künftiges Wachstumspotenzial infrage stellen. Zum einen könnte die Zentralisierung der Macht von Xi Jinping und die zunehmenden Staatsinterventionen in die Privatwirtschaft Innovationsprozesse abbremsen. Zudem könnte die immer grösser werdende Kluft zwischen China und dem Westen und die andauernde Abkoppelung von den USA weitreichende Auswirkungen auf die langfristigen Wachstumsaussichten haben – denn China ist nach wie vor stark von ausländischer Technologie und dem Handel mit der Welt abhängig.

Grafik 3: Chinas Bevölkerung wächst kaum, was eine Hürde darstellt für sein potenzielles Wachstum



Grafik 4: Chinas hohes Produktivitätswachstum stützt die Wirtschaft



## 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 Flier**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.flier@swisslife-am.com

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

Senden Sie eine E-Mail an: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

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

Oktober 2022

## Zinsen und Anleihen

Anzeichen von Stress

### USA

- Die Staatsanleiherenditen stiegen in den letzten zwei Monaten stark und die Zinskurve invertierte weiter: Die zehnjährigen Renditen legten 64 Basispunkte (BP) zu, der Spread zur zweijährigen Rendite invertierte weiter auf –44 BP.
- Im September hob das Fed die Zinsen erwartungsgemäss um 75 BP an, aber die Forward Guidance war sehr restriktiv, da Fed-Chef Powell weitere Zins-schritte ankündigte und meinte, die Zinsen könnten auch in einer Rezession hoch bleiben.

### Eurozone

- Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen legten im September 55 BP zu und die Zinskurve flachte weiter ab. Die «Risk-off»-Stimmung an den Finanzmärkten und die politischen Risiken in Italien erhöhten die Renditen italienischer Schuldtitel weiter, sodass diese den kritischen Spread von 250 BP vs. Renditen von Bundesanleihen überstiegen.
- Die EZB nimmt die Inflation nun ernst. Sie erhöhte die Leitzinsen im September um 75 BP und geht von weiteren Zinsschritten aus. Die Märkte preisen für 2023 trotz düsterer Aussichten für die europäische Wirtschaft einen Zinshöchststand von rund 3% ein.

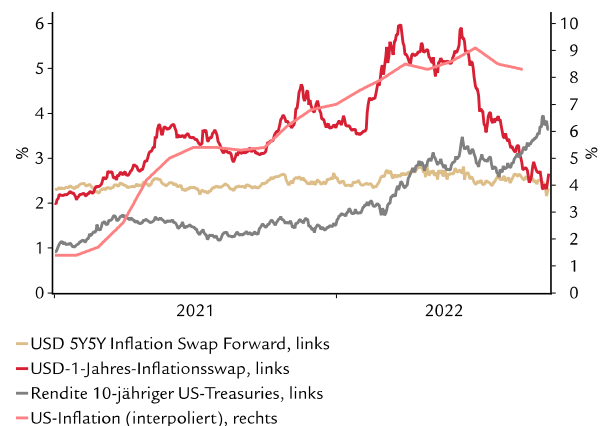
### Vereinigtes Königreich

- Die Staatsanleiherenditen spielten nach der Ankündigung eines gigantischen Fiskalpakets, das von den Märkten schlecht aufgenommen wurde, verrückt und stiegen stark, während GBP vs. den USD auf ein Rekordtief sank.
- Der Zinsschritt der Bank of England von 50 BP war ein Tropfen auf den heissen Stein, denn die Regierung befeuert mit Steuersenkungen für Reiche und einem riesigen Konjunkturpaket zur Kompensation der hohen Energiepreise die Inflation weiter.

### Schweiz

- Die Schweiz bleibt zwar mit einer recht moderaten Inflation von 3.5% die Ausnahme, aber die Anleiherenditen legten im September um rund 50 BP zu.
- Die SNB erhöhte den Leitzins um 75 BP ins Positive.

### US-Inflationserwartungen sinken, Zinsen steigen



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Der September ist i. d. R. kein guter Monat für Anleihanleger – auch dieses Jahr. Die Gesamrenditen von EUR- und USD-Investment-Grade-Anleihen waren mit –2.8% bzw. –4.7% stark negativ, da die Zentralbanken die Inflation ungeachtet der Kosten für die Finanzmärkte oder die Weltwirtschaft senken wollen. Angesichts des Fokus der Zentralbanken auf Inflation und Arbeitsmarkt – beides hinterherhinkende Konjunkturindikatoren – könnte v. a. das Fed erste Anzeichen eines nachlassenden Inflationsdrucks ignorieren. Solche Anzeichen zeigen sich bereits an den Rohstoffmärkten oder den marktimplizierten Inflationserwartungen, die seit Juni rückläufig sind (siehe Grafik). In Europa bleibt der Inflationsverlauf wegen der Energiekrise und der fiskalpolitischen Reaktion darauf sehr unvorhersehbar. Angesichts der geldpolitischen Straffung trotz hoher Rezessionsrisiken zeigten die Finanzmärkte jüngst erste Anzeichen von Stress mit übermässigen Tagesschwankungen v. a. am Devisen- und am Anleihenmarkt. Die Kreditmärkte halten sich zwar mit sehr tiefen Neuemissionsvolumen und konservativ positionierten Anlegern recht gut, aber die Aussicht auf eine stärkere, längere Abschwächung könnte die Kreditspannen wieder ausweiten lassen. Wir bleiben daher beim Kreditrisiko defensiv und halten die Duration kurz, weil der Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen anzuheben, im vierten Quartal bestehen bleibt.

# Aktien

Restriktive Zentralbanken setzen Märkte unter Druck

## USA

- Der US-Aktienmarkt büsste im September 7.8% und seit Jahresbeginn 23.8% ein (alle Zahlen dieser Spalte per 27.09.). Hauptgründe waren restriktive Zentralbankkommentare, grosse Zinsschritte und unerwartet hohe Inflationszahlen.
- Die Bewertung des US-Markts ist immer noch hoch (siehe Spalte rechts). Dies steht im Gegensatz zu den übrigen wichtigen Aktienmärkten, wo die Bewertung aktuell vielerorts unter dem historischen Durchschnitt liegt.
- Die Anleger sind ähnlich wie während der Covid-Krise sehr pessimistisch positioniert.

## Eurozone

- Der Aktienmarkt verlor im September 6.0% und seit Jahresbeginn 22.1%. Die geopolitischen Risiken nahmen deutlich zu.
- Aktien der Eurozone sind tief bewertet; Wertaktien weisen ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 9 auf.

## Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt 2022 der mit Abstand beste Performer. Er verlor seit Jahresbeginn nur 0.1%, im September betrug der Rückgang -3.8%.
- Der britische Markt bleibt mit einem erwarteten KGV von rund 8 und einer Dividendenrendite von 4.1% der am tiefsten bewertete Markt.

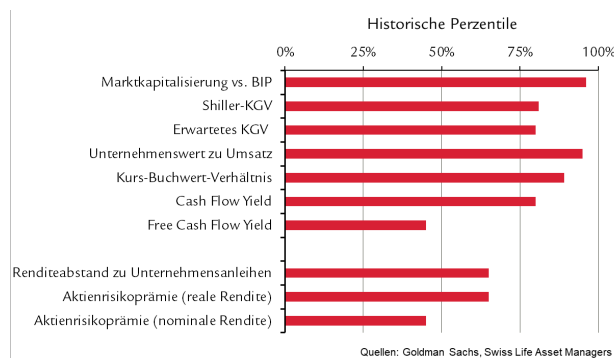
## Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im September 7.0% und seit Jahresbeginn 21.1% ein. Die allgemein defensive Ausrichtung des Schweizer Aktienmarkts hat sich dieses Jahr nicht ausgezahlt.
- Einige Firmen mit einer hervorragenden Performance in den letzten Jahren, z. B. Geberit oder Partners Group, büssteten über 40% ein und von den «Big 3» schnitt nur Novartis vergleichsweise gut ab.

## Schwel­len­länder

- Die Schwellenländer büssteten im September in USD satte 10.1% und seit Jahresbeginn 25.9% ein.
- Wiederum waren die asiatischen Schwellenländer Hauptgrund für die schwache Performance, da sie über 70% des Gesamtindex ausmachen. Die relativ bessere Performance der europäischen und der lateinamerikanischen Schwellenländer (beide -3.7%) konnte die Schwäche in Asien nicht wettmachen. Der chinesische Markt büsste im September rund 12% ein.

## Bewertung von US-Aktien im historischen Vergleich



Je nach Indikator liegt die Bewertung des US-Aktienmarkts im historischen Kontext zwischen neutral und teuer. Betrachtet man die absoluten Bewertungen (die ersten sieben Indikatoren in der Grafik oben), liegt das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) basierend auf der Methodik von Nobelpreisträger Robert Shiller (Shiller-KGV) in den oberen 20%, der Indikator von Warren Buffett (Marktkapitalisierung in % des BIP) im 96. Perzentil, d. h., er war nur bei 4% aller historischen Beobachtungen höher. Die Free-Cash-Flow-Rendite liegt hingegen tiefer als über 50% der historischen Beobachtungen. Der Free Cash Flow gibt an, wie viel Geld eine Firma für Cash-Ausschüttungen (z. B. Dividenden) übrig hat. Die relative Bewertung von Aktien vs. Anleihen (die drei Indikatoren unten in der Grafik) sieht deutlich besser aus und weist auf eine weitgehend neutrale Bewertung hin.

Die aktuelle Bewertung ist angesichts einer immer wahrscheinlicheren Rezession in den USA recht hoch. Historisch lag der Tiefpunkt des erwarteten KGV in Rezessionen bei rund 12, aktuell liegt er im US-Markt bei rund 17. Rechnet man das Risiko einer Margenkompression und rückläufiger Gewinne bei den Firmen hinzu, kommt man zum Schluss, dass die Aussichten tatsächlich nicht so gut sind. Die Bewertung der übrigen grossen Aktienmärkte ist deutlich tiefer und liegt vielfach sogar unter dem historischen Durchschnitt. Europäische Aktien und Schwellenländeraktien sind heute geradezu günstig. Allerdings ist die Bewertung ein mittelfristiger Indikator, der für Timing-Entscheidungen nicht hilfreich ist. Obwohl die Anleger sehr schlecht gestimmt sind, sind die Nettozuflüsse in Aktien viel höher, als es das düstere Bild vermuten lässt. Im Moment bleiben wir bei einem negativen Ausblick für Aktien, würden aber übertriebenen Pessimismus als Kaufgelegenheit nutzen.

# Währungen

CHF im schwachen Europa als Fels in der Brandung

## USA

- Nach einem starken August wertete der USD im September weiter auf und legte handelsgewichtet 4% zu.
- Wir denken, dass das Fed die engagierteste Zentralbank im Kampf gegen die Inflation bleibt. Zusammen mit einem bereits attraktiven Zinsvorteil («Carry») dürfte der USD stark bleiben.

## Eurozone

- Die EZB erhöhte im September die Leitzinsen weiter und weitere Schritte dürften folgen, da die Inflation in der Eurozone weiter ansteigt.
- Die Energiekrise verschärft sich jedoch und Umfragen signalisieren, dass sich die Eurozone bereits in einer Rezession befindet. Kombiniert mit (geo-)politischen Risiken dürfte dies zu weiteren EUR/USD-Abwärtsbewegungen bis Jahresende führen.

## Vereinigtes Königreich

- Das GBP brach nach der Ankündigung des expansiven «Mini Budget» durch die neue Regierung ein.
- Notfallinterventionen der Bank of England trugen zur Beruhigung auf dem Anleihenmarkt bei und führten zu einer vorübergehenden Stabilisierung des GBP-Wechselkurses. Premierministerin Liz Truss bestätigte jedoch, die vorgeschlagenen Steuerensenkungen umsetzen zu wollen, und das GBP dürfte in den kommenden Monaten wegen der rapiden Verschlechterung der Staatsfinanzen unter Druck bleiben.

## Schweiz

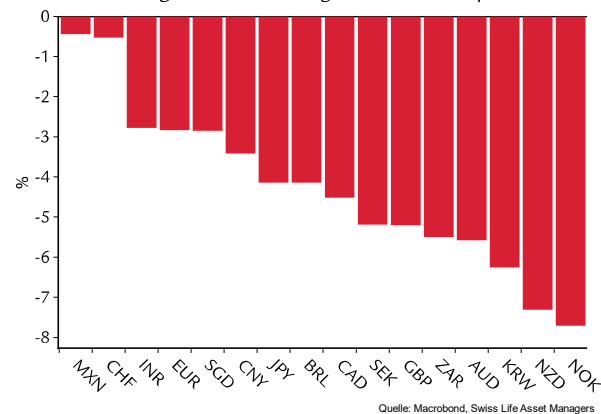
- Der CHF war im September gleich nach dem USD die am besten abschneidende Hauptwährung.
- Obwohl die SNB bei den Zinsschritten nun einfach den anderen Zentralbanken folgt, dürfte der CHF im aktuellen «Risk-off»-Umfeld gefragt sein. Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt daher negativ.

## Japan

- USD/JPY legte Anfang September zu und stabilisierte sich bei rund 145.
- Unsere Sicht auf USD/JPY ist neutral. Die Bank of Japan dürfte an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten, aber der JPY ist nun so stark unterbewertet, dass das Potenzial einer weiteren Abwertung beschränkt scheint.

## USD legt im September weiter zu

Performance ausgewählter Währungen vs. USD im September 2022



Auch im September war der USD stark, weil das Fed seine Rhetorik verschärfte und weiterhin eine schnelle geldpolitische Straffung zur Eindämmung der Inflation verfolgt. Auch die Zentralbanken in Europa erhöhten ihre Leitzinsen im September deutlich, aber viele Anleger (uns eingeschlossen) scheinen ihre Entschlossenheit zu bezweifeln, da viele europäische Länder wegen der Energiekrise vor einer Rezession stehen. Der EUR litt zudem unter erhöhten geopolitischen Risiken und deutlich steigenden Zinsaufschlägen für italienische Staatsanleihen, was den Handlungsspielraum der EZB einschränken könnte. Am schlechtesten schnitten in Europa GBP und NOK ab. Das GBP brach ein, weil die Anleger nach der Präsentation des «Mini Budget», das bedeutende ungedeckte Steuerensenkungen beinhaltet und die Emission von Schuldtiteln bereits im laufenden Fiskaljahr deutlich ankurbeln wird, das Vertrauen in die neue Regierung verloren haben. Zur Wiederherstellung des Vertrauens in das GBP dürfte es erhebliche Zinserhöhungen durch die Bank of England und/oder ein Zurückkrebsen beim Budget benötigen. Die NOK-Schwäche war derweil auf Äusserungen der Norges Bank, dass sie die geldpolitische Straffung verlangsamen könnte, und niedrigere Ölpreise zurückzuführen. Die fundamentalen Treiber der Devisenmärkte dürften bis Jahresende weitgehend unverändert bleiben. Daher erwarten wir infolge der geldpolitischen Straffung weiterhin einen starken USD und aufgrund der sich verschärfenden Energiekrise schwache europäische Währungen. In Europa dürfte der CHF eine Ausnahme bleiben, da er durch zunehmende geopolitische Risiken weiterhin gestützt wird.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

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

Oktober 2022 – Third-Party Asset Management

## Asset Allocation

September: ein weiterer Monat zum Vergessen

### Zusammenfassung

- Der Konjunkturausblick trübt sich ein, die Inflation bleibt hartnäckig hoch und die Zentralbanken riskieren eine Rezession, um die Inflation zu dämpfen.
- Die Aktienbewertungen sind in etwa neutral, aber die Schätzungen der Unternehmensgewinne bleiben trotz des jüngsten Rückgangs zu optimistisch.
- Bewertungen und Renditeaussichten für Anleihen werden immer attraktiver. Selbst bei EUR- und CHF-Anleihen beträgt die Rendite eines Investment-Grade-Portfolios nun 2.0% bis 3.5%.

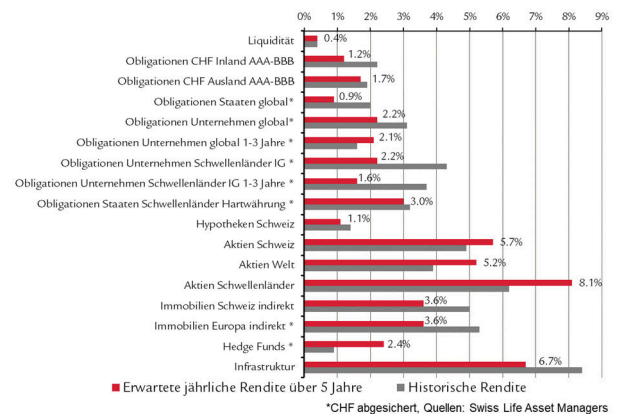
### Zinsen und Anleihen

- Die Staatsanleiherenditen in Industrieländern legten seit Jahresbeginn um rund 160 bis 350 Basispunkte (BP) zu. Im September stiegen sie um weitere 70 bis 170 BP, was zu einem weiteren stark negativen Monat für Anleihen führte.
- Globale Investment-Grade-Unternehmensanleihen büssten seit Jahresbeginn 18.6% ein, globale High-Yield- und Schwellenländeranleihen (in USD) 16.0% bzw. 23.3% (abgesichert in CHF). Einen Anleihen-Bärenmarkt wie den aktuellen gab es noch nie.
- Die aktuellen Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen (ca. 170 BP) sind im Vergleich zu den Rezessionsniveaus (bis zu 250 BP) immer noch gering, liegen aber deutlich über den tiefen Niveaus der letzten zehn Jahre (unter 100 BP). Dasselbe gilt für High-Yield-Anleihen.

### Aktien

- Die Aktienmärkte von Industrieländern sanken seit Jahresbeginn um 24.7%, Schwellenländeraktien um 25.9% (beide in USD). Im September büssten globale Aktien 8.4% ein, Schwellenländeraktien 10.1%.
- Ausser im US-Markt liegen die Bewertungen nun auf oder unter ihrem historischen Mittelwert. Da aber die Gewinnerwartungen im Vergleich zu denen in Rezessionsphasen immer noch viel zu hoch sind, bleiben für uns Aktien unattraktiv, wir halten aber kurzlebige Bärenmarkt-Rallys für möglich.

### Mittelfristige Renditeerwartungen allgemein gedämpft



Mittelfristige Renditeschätzungen sind der Schlüsselfaktor für die Asset-Liability-Modellierung und die strategische Asset Allocation. Unsere mittelfristigen Renditeschätzungen beruhen auf unserem mittelfristigen Basisszenario für die Wirtschaft sowie der aktuellen Bewertung der verschiedenen Anlageklassen und Märkte. Unser aktuelles Basisszenario weist in den USA und der Eurozone auf eine bevorstehende Rezession hin. Danach dürfte sich die Weltwirtschaft allmählich in Richtung Potenzialwachstum erholen (Wachstumsrate im Einklang mit den Inflationszielen der Zentralbank und weder Über- noch Unternutzung der Ressourcen). Unsere aktuellen Renditeschätzungen liegen etwas unter den historischen Durchschnittsrenditen (von 1999 bis heute) bei Anleihen, Immobilien und Infrastruktur und über dem Durchschnitt bei den Aktien. Schwellenländeraktien haben die höchste erwartete Rendite, Bargeld die tiefste.

### Konsequenzen für das Portfolio

Wir bleiben mit einem Übergewicht in Bargeld und (direkt gehaltenen) Immobilien vorsichtig. Wir erhöhen die Duration der Anleihen, bleiben aber in Anleihen und in Aktien untergewichtet.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

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