

Jahresausblick 2023

Kernaussagen

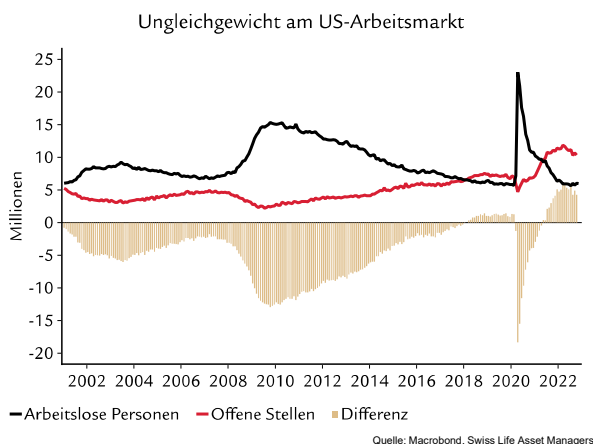
- Eurozone 2023: schwache Erholung nach milder Winterrezession; Inflation sinkt, aber nicht unter 2%
- USA 2023: milde Rezession ab zweitem Quartal, leichter Anstieg der Arbeitslosigkeit, sinkende Inflation
- China 2023: früher als erwarteter zyklischer Aufschwung dank Abkehr von Null-Covid-Politik

Prognosevergleich

	2022 BIP-Wachstum		2023 BIP-Wachstum		2022 Inflation		2023 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	1.9%	1.9% ↑	0.2%	0.2% ↓	8.1%	8.1%	3.9%	4.1%
Eurozone	3.3%	3.2% ↑	0.0%	-0.1% ↓	8.5%	8.5%	6.2%	6.3% ↑
Deutschland	1.8%	1.7% ↑	-0.6%	-0.7% ↑	8.1%	8.3% ↑	6.0%	7.0% ↑
Frankreich	2.5%	2.5%	0.3%	0.1% ↓	5.3%	5.5%	4.9%	4.7% ↑
Grossbritannien	4.3%	4.4% ↑	-1.0%	-1.0% ↓	9.0%	9.0% ↑	7.2%	7.3% ↑
Schweiz	2.1%	2.1% ↓	0.8%	0.5% ↓	2.9%	2.9%	2.1%	2.3% ↑
Japan	1.5%	1.5%	1.1%	1.3% ↓	2.5%	2.4% ↑	1.9%	1.8% ↑
China	3.1%	3.1% ↓	4.9%	4.5% ↑	1.9%	2.1% ↓	2.2%	2.4%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 5. Dezember 2022

Grafik des Jahres



Entscheidend für den Wirtschafts- und Finanzmarkt-ausblick 2023 wird sein, wie lange und wie stark die US-Notenbank noch die Zinsen erhöhen muss und ob es Ende 2023 bereits Spielraum für Zinssenkungen gibt. Dies wiederum hängt vom US-Arbeitsmarkt ab, der nach wie vor solide Zahlen liefert und bei dem die Lücke zwischen offenen Stellen und Arbeitslosen für Lohndruck sorgt. Der Arbeitsmarkt hinkt aber der sich bereits abkühlenden Konjunktur nach. Wir rechnen deshalb im Zuge einer US-Rezession – selbst wenn sie nur mild ausfällt – mit einem leichten Anstieg der Arbeitslosigkeit und nachlassendem Lohndruck besonders in der zweiten Hälfte des Jahres.

Globale Wirtschaft Fünf Thesen zum Jahr 2023

1. Eine milde Rezession

Die Energiekrise sorgt bereits für eine Rezession in gewissen Ländern Europas, aber wir erwarten einen geringeren Einbruch als Konsensus, da nicht zuletzt die Fiskalpolitik gegensteuert. Höhere Zinsen und negative Vermögenseffekte sorgen ähnlich wie 2001 für eine relativ milde US-Rezession, da wir nicht mit einer Kredit- oder einer Bankenkrise rechnen.

2. Eine Rezession mit nur wenig Arbeitslosen

Weil die Rezession eher milde ausfällt und der Fachkräftemangel vielerorts strukturell ist, dürfte die Arbeitslosigkeit insbesondere in Europa nur wenig ansteigen. Damit wird aber beim folgenden Aufschwung Lohndruck schnell wieder Thema werden, weshalb die Zinsen höher als vor der Pandemie bleiben dürften.

3. China gibt ein Comeback

China hat sich von der Null-Covid-Politik verabschiedet, was zu einem zyklischen Aufschwung ab dem zweiten Quartal 2023 führen dürfte. Aufgrund der schlechten Durchimpfung der Bevölkerung wird die Übergangsphase jedoch holprig sein, während eine schwache Auslandsnachfrage die Exporte belasten dürfte.

4. «Peak inflation», mehr Spielraum für Notenbanken

Die Jahreststeuerung sollte im Verlauf von 2023 spürbar abnehmen, wird jedoch oberhalb der Zentralbankenziele verharren. In den USA liegt der Fokus auf den Dienstleistungspreisen. In Europa dürften die Energiepreise hoch und volatil bleiben und für gewisse Zweitrundeneffekte sorgen. Der Rückgang der Inflation und die konjunkturelle Abkühlung bringen das Ende des Zinserhöhungszyklus näher und könnten gegen Ende 2023 gewisse Zentralbanken sogar zu ersten Zinssenkungen bewegen.

5. Etwas mehr Planungssicherheit

Da keine Lockerung der Sanktionen und keine erneuten Gaslieferungen aus Russland in Sicht sind, ist der Fokus der europäischen Politik geschärft, besonders auf den Ausbau alternativer Energien. Der Wahlkalender 2023 ist in den G7-Staaten leer, was politische Risiken zusätzlich schmälert.

Schweiz Abschwächung, keine Rezession

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.1%	2022: 2.1%
2023: 0.8%	2023: 0.5%

Wir schliessen uns der Konsensusmeinung an: Die Schweiz wird 2023 keine Rezession durchleben. Zum Jahreswechsel zeichnet sich allerdings eine spürbare Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik ab. So weist beispielsweise der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) seit Beginn des vierten Quartals 2022 eine rückläufige Tendenz aus. Die links aufgestellten Thesen 2 und 3 sind für die Schweiz besonders bedeutend. So ist die Arbeitslosenrate im November trotz sich abzeichnender Rezession im benachbarten Europa weiter gesunken. Ausgehend von derzeit 2.0% rechnen wir für 2023 mit einem geringfügigen Anstieg der Arbeitslosenquote auf 2.1%. Das erwartete Comeback Chinas wird der Schweizer Wirtschaft Impulse verleihen. Keine entwickelte Volkswirtschaft exportierte bis zum Ausbruch der Pandemie gemessen an ihrem Bruttoinlandsprodukt einen höheren Anteil in dieses Land. Im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019 gingen über 8% der Schweizer Exporte nach China. Fragezeichen im Sinne eines Risikos sind 2023 allenfalls hinter die Stromversorgungssicherheit zu setzen. Sollte in den Wintermonaten tatsächlich eine Knappheit in Frankreich auftreten, könnte diese auch in der Schweiz weitreichende Eingriffe erfordern.

Inflation

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

Seit August 2022 sank die Inflationsrate von 3.5% auf unter 3.0% zum Jahresende. Mit der Verrechnung der gestiegenen Strompreise an die Endabnehmer ab Januar 2023 ist ein erneuter Anstieg der Jahreststeuerung zu erwarten. Wir gehen von einer Rückkehr zu einer Inflationsrate von 3.3% im Januar 2023 aus. Anschliessend wird die Teuerung spürbar abnehmen. Im dritten Quartal 2023 dürfte sich die Inflationsrate wieder im Zielband der Schweizerischen Nationalbank von 0% bis 2% befinden.

USA Eine milde Rezession

BIP-Wachstum

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

Die Ökonomenzunft hatte vergangene US-Rezessionen selten kommen sehen. Umso erstaunlicher, dass nun beinahe alle, wir inklusive, für das Jahr 2023 eine Rezession prognostizieren. Beim «Drehbuch» orientieren wir uns grob an der relativ milden Rezession, die die USA nach dem Platzen der Dotcom-Blase heimsuchte. Wie damals würgte die US-Notenbank im Jahr 2022 den Boom an den Finanzmärkten mit hohen Zinsen ab. Nach den Aktien und den Obligationen kommen nun auch die Immobilienpreise ins Rutschen, der wichtigste Vermögenswert der US-Haushalte. Diese negativen Vermögenseffekte werden in Kombination mit höheren Zinsen auf Konsumkredite 2023 für eine Abschwächung beim Privatkonsum sorgen, der sich zuletzt noch als robust erwiesen hatte. Wir denken, dass das BIP bereits ab dem zweiten Quartal in den Rückwärtsgang schaltet, was spätestens ab Mitte Jahr für eine höhere Arbeitslosenquote sorgen könnte (siehe «Grafik des Jahres» auf Seite 1). Sollten wir mit unserer Prognose einer milden Rezession aber richtig liegen, wird sich der Anstieg der Arbeitslosenquote nicht zuletzt auch aus strukturellen Gründen (Fachkräftemangel) in Grenzen halten. Das grösste Risiko ist nach wie vor, dass die Notenbank mehr straffen muss als erwartet und dabei eine eigentliche Finanzkrise (beispielsweise an den Kreditmärkten) und somit eine schärfere Rezession auslöst.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.1%
2023: 3.9%	2023: 4.1%

Wir rechnen damit, dass sich der bereits eingetretene Rückgang der Inflation im Jahr 2023 fortsetzt. Dazu tragen tiefere Transportkosten, ein Lagerzyklus bei Konsumgütern, der abkühlende Häusermarkt und nicht zuletzt die schwächere Konsumnachfrage bei. Der aktuell wichtigste Inflationstreiber – die Lohnkosten – dürfte im Jahresverlauf wegen der erwarteten Eintrübung am US-Arbeitsmarkt an Schwung verlieren. Wir rechnen damit, dass die Inflation per Ende 2023 unter 3% fallen wird.

Eurozone Etwas mehr Planungssicherheit

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.2%
2023: 0.0%	2023: -0.1%

Die Eurozone wird auf den 1. Januar 2023 um ein Teilnehmerland reicher. Mit Kroatien tritt ein gemessen an der Staatsschuldenquote von 60% fiskalpolitisch solide aufgestelltes Land der Währungsunion bei. Insbesondere in Europa ist die Rückgewinnung von Planungssicherheit gegenüber dem Vorjahr ein entscheidender Schritt zur Vermeidung einer tieferen Rezession. Es liegen inzwischen ausreichend hochfrequente Daten vor, um die Energieversorgung Europas zeitnah verfolgen zu können. Die kalten Dezembertage haben in Erinnerung gerufen, dass Europas Gasspeicher zu Ende des Winters wieder teilweise entleert sein werden. Eine aktuelle Studie der Internationalen Energieagentur rechnet für den Winter 2023/2024 mit einer Lücke von rund 10% bis 15% der europäischen Nachfrage nach Gas, welche nicht durch die neuen Lieferverträge und Flüssiggaseinfuhren gedeckt werden können. Effizienzsteigerungen und Substitution durch erneuerbare Energieträger bleiben also zentral. Investoren und Hausbesitzer können sich erhöhte Planungssicherheit erhoffen aus dem bevorstehenden Ende der Zinserhöhungen durch die Europäische Zentralbank EZB. Finanzierungs- und Energiekosten sind im Vergleich zur Situation vor einem Jahr zwar erheblich gestiegen, aber eine nochmalige erhebliche Erhöhung dieser Kostenfaktoren gegenüber den aktuellen Verhältnissen ist nur in einem adversen Krisenszenario anzunehmen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.5%	2022: 8.5%
2023: 6.2%	2023: 6.3%

Im November 2022 fiel die Inflationsrate in 15 der damals noch 19 Teilnehmerländern der Eurozone gegenüber den Werten des Vormonats. Auch wenn im ersten Quartal die Verbraucherpreise für die Erdölprodukte, Gas und Strom je nach fiskalpolitischer Einflussnahme für eine uneinheitliche Entwicklung sorgen werden, wird sich diese Tendenz im weiteren Verlauf von 2023 fortsetzen. Auf Ende des Jahres erwarten wir für die Eurozone eine Inflationsrate von rund 3%.

Deutschland Verlust der Wettbewerbsfähigkeit

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.8%	2022: 1.7%
2023: -0.6%	2023: -0.7%

Deutschland befindet sich wohl bereits in einer Rezession und dürfte unter den grossen Ländern der Eurozone diesen Winter den stärksten Wachstumseinbruch erleiden. Ab dem zweiten Quartal 2023 rechnen wir mit einer moderaten Erholung. China stellt ein zweiseitiges Risiko dar: Einerseits dürfte gerade die Autoindustrie vom zyklischen Aufschwung und der Normalisierung der Lieferketten profitieren. Andererseits dürfte eine erhöhte Energienachfrage aus China zu einem erneuten Anstieg der Energiepreise führen und energieintensive Sektoren wie Metall, Papier, Chemie und Holz, welche rund 30% der deutschen Industrieproduktion ausmachen, weiter belasten. Die deutsche Industrie wird mittelfristig wohl unter tieferer Wettbewerbsfähigkeit und der Auslagerung gewisser energieintensiver Produktion leiden. Trotz dem Wirtschaftseinbruch rechnen wir nicht mit einem weiteren starken Anstieg der Arbeitslosenquote. Der bisherige Anstieg von 5.0% auf 5.6% war auch durch den Einschluss ukrainischer Flüchtlinge in die Statistik getrieben. Gemäss Umfragen der Europäischen Kommission sind deutsche Firmen europaweit am stärksten vom Fachkräftemangel betroffen und rechnen in den kommenden Monaten eher mit einer Verschärfung. Sie dürften deshalb mit Entlassungen zurückhaltend bleiben.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.3%
2023: 6.0%	2023: 7.0%

Energiepreise bleiben auch im Jahr 2023 der Hauptrisikofaktor für die Inflation. Wir rechnen über das gesamte Jahr mit einem weiteren, jedoch im Vergleich zu den letzten zwölf Monaten deutlich geringeren Anstieg. Basiseffekte werden aber dafür sorgen, dass der Beitrag an die Jahresteuern abnimmt. Der Effekt der politischen Preiseingriffe bleibt schwierig zu quantifizieren, wir rechnen aber mit einer leicht dämpfenden Wirkung. Zweitrundeneffekte in energieintensiven Industrie- und Dienstleistungssektoren dürften aber dafür sorgen, dass die Inflation im Jahr 2023 nicht unter 3% fällt und damit über dem EZB-Ziel bleibt.

Frankreich Kalter Winter, heisser Frühling?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 0.3%	2023: 0.1%

Unter den grossen Eurozonenländern ist Frankreich zu Beginn des Jahres 2023 am ehesten in der Lage, eine Rezession zu vermeiden. Obschon im Lauf des vierten Quartals 2022 auch in Frankreich die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und den Dienstleistungsbereich eine nachlassende Dynamik anzeigten, bleibt die Binnennachfrage robust. Die Frage der Energieversorgung trifft Frankreich allerdings in besonderem Masse: Die Bevölkerung wird vorsorglich auf das mögliche Risiko einer Strommangellage vorbereitet. Zu deren Vermeidung ergehen Sparappelle an die Industrie und die privaten Haushalte. Angebotsseitig ist in den vergangenen Wochen ein starker Anstieg der Stromerzeugung durch die Kernkraftwerke zu beobachten. Allerdings bleibt die Produktion weiter unter den Vorjahreswerten. Das Jahr 2023 wird in Frankreich stark von politischen Weichenstellungen geprägt sein. Bereits angekündigt ist, dass die Dauer der Auszahlung von Arbeitslosengeldern stärker am Konjunkturzyklus ausgerichtet werden soll. Zudem wirft nun auch die immer wieder vertagte Rentenreform ihre Schatten voraus. Beide Reformen sind im linken Lager heftig umstritten. Es wäre eine Überraschung, wenn die Opposition gegen diese Pläne später im Jahr nicht auch auf der Strasse zum Ausdruck gebracht würde.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.3%	2022: 5.5%
2023: 4.9%	2023: 4.7%

In Frankreich besteht Grund zur Annahme, dass der Kaufkraftverlust aufgrund der hohen Inflation zu breitflächigen Lohnsteigerungen führen wird. Die Preissetzungsmacht der Dienstleister dürfte daher vorerst erheblich bleiben. Ungewissheit herrscht derzeit noch über das Ausmass der Preissteigerung für den Stromkonsum der privaten Haushalte und die Tarife im öffentlichen Verkehr. Bei all diesen Unwägbarkeiten unterstellen wir für Frankreich die These, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten von einem Höchstwert von 6.9% im Februar auf unter 3% zum Jahresende fallen wird.

Grossbritannien Getrübte Stimmung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.3%	2022: 4.4%
2023: -1.0%	2023: -1.0%

Seit dem Amtsbeginn der neuen Regierung unter Premierminister Rishi Sunak hat sich die politische Situation in Grossbritannien etwas beruhigt. Kurzfristig bleibt die Fiskalpolitik leicht unterstützend. Die neue Regierung hat an der Energiepreisgarantie für 2022 festgehalten, was dazu beitragen sollte, die anstehende Rezession etwas abzufedern. Die fiskalische Unterstützung wird aber ab April 2023 reduziert. Der «Preisdckel» für Gas und Strom wird dann für eine Dauer von mindestens einem Jahr auf GBP 3000 pro Haushalt angehoben (von momentan GBP 2500) sowie die finanzielle Unterstützung für Haushalte mit niedrigem Einkommen reduziert. Zudem sind 2023 gezielte Steuererhöhungen möglich. Der Grossteil der fiskalischen Straffungsmassnahmen wurde dagegen auf die Jahre 2025–2027 hinausgeschoben. Der wirtschaftliche Ausblick für 2023 bleibt hingegen getrübt. Das verfügbare Realeinkommen wird 2023 weiter abnehmen. Die hohe Inflation, hoch bleibende Energiekosten sowie höhere Zinsen werden auf den Konsumausgaben lasten. Der Ausblick für Unternehmensinvestitionen bleibt auch 2023 düster aufgrund der schwachen Nachfrage und gestiegener Finanzierungskosten. Zudem dürfte die schwächere Weltkonjunktur und immer noch anhaltende Brexit-Einschränkungen auf die britischen Exporte drücken. Wir senken dementsprechend unsere BIP-Prognose für 2023 auf –1.0% von zuvor –0.3%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 9.0%	2022: 9.0%
2023: 7.2%	2023: 7.3%

Wir mussten unsere Inflationsprognose anheben, da wir bei den Energiekosten mit mehr fiskalpolitischer Abfederung gerechnet hatten. Wir schätzen, dass sich das Inflationsproblem unter den Industriestaaten in Grossbritannien am hartnäckigsten halten wird. Die anstehende Rezession sollte den Arbeitsmarkt abkühlen und so das Lohnwachstum etwas bremsen, doch wird der Lohndruck aufgrund struktureller Faktoren (Fachkräftemangel, Brexit) hoch bleiben.

China Null-Covid hat ausgedient

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.1%	2022: 3.1%
2023: 4.9%	2023: 4.5%

Die chinesische Regierung hat eine deutliche Lockerung der Covid-Massnahmen angekündigt, was aufzeigt, dass die sogenannte Null-Covid-Politik zur Eindämmung des Virus ausgedient hat. Dies bedeutet, dass stadtweite Lockdowns sowie tägliche PCR-Tests von Millionen von Menschen der Vergangenheit angehören. Diese Lockerungen wurden viel früher und weitreichender eingeführt als erwartet, sodass sich der Zeitpunkt einer konjunkturellen Erholung nach vorne verschiebt. Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft bereits ab dem zweiten Quartal 2023 einen Aufschwung erleben wird. Die Übergangsphase zu dieser konjunkturellen Erholung wird jedoch holprig sein. Erstens haben nur 40% der Bevölkerung im Alter von über 80 Jahren eine Auffrischungsimpfung erhalten. Das Ziel, bis Ende Januar 90% dieser Altersgruppe dazu zu bringen, zumindest die ersten beiden Impfungen zu absolvieren oder eine Auffrischungsimpfung zu erhalten, erscheint sehr ehrgeizig. Aufgrund der schlechten Immunisierung in der Bevölkerung bleibt abzuwarten, wie schnell die lokalen Behörden die Beschränkungen lockern können, falls ein Anstieg der Fälle das Gesundheitssystem des Landes belastet. Zweitens wird die Lockerung der Covid-Beschränkungen zwar die Binnenwirtschaft ankurbeln, das externe Umfeld bleibt jedoch schwierig und dürfte die Exportleistung des Landes belasten. Aus diesem Grund heben wir unsere BIP-Prognose für 2023 nur gering an von zuvor 4.7% auf 4.9%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.9%	2022: 2.1%
2023: 2.2%	2023: 2.4%

Im Jahr 2022 ist die Inflation in China aufgrund der anhaltenden Covid-Massnahmen auf einem moderaten Niveau geblieben. Mit der erwarteten Wiedereröffnung im Jahr 2023 dürfte die Kerninflation ab dem zweiten Quartal 2023 etwas anziehen. Wir gehen aber davon aus, dass die Kerninflation auf einem Niveau verbleibt, das der Zentralbank Spielraum lässt, die lockere Geldpolitik beizubehalten.

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, 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.

Jahresausblick 2023

Kernaussagen

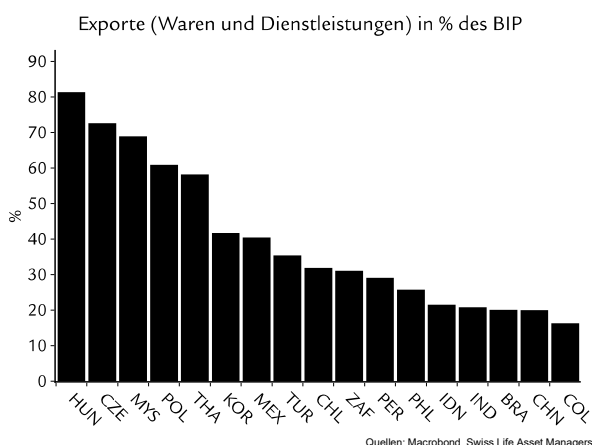
- Lockerung der Geldpolitik in einzelnen Schwellenländern, sobald die Fed den Zinserhöhungszyklus beendet
- China läutet Ende der «Null-Covid-Politik» ein: zyklischer Aufschwung ab dem zweiten Quartal 2023
- Keine Deglobalisierung, sondern «China plus 1» als vorherrschende Diversifikationsstrategie

Die Zahl

3.9%

Laut Prognosen des Internationalen Währungsfonds werden die Schwellen- und die Entwicklungsländer im Jahr 2023 um 3.9% gegenüber Vorjahr wachsen. Dies liegt leicht über der diesjährigen Wachstumsprognose von 3.7%, aber deutlich unter den historischen Wachstumsraten für diesen Teil der Welt. Es gibt allerdings grosse regionale Unterschiede. Für Asien wird ein solides Wachstum von über 5% erwartet, während die Schwellenländer in Europa mit einer Wachstumsprognose von 0.6% das Schlusslicht bilden. Weitere Einzelheiten zu den Wachstumsdynamiken der diversen Regionen folgen auf Seite 2.

Die Grafik

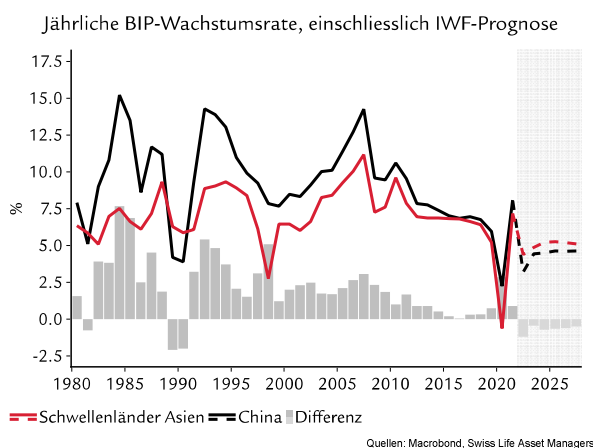


Die hohe Inflation, steigende Zinsen und die Energiekrise belasten die Wirtschaft in den USA sowie in der Eurozone, die sich beide in Richtung Rezession bewegen oder bereits in einer sind. Die nachlassende globale Nachfrage ist unterdessen deutlich spürbar in den Schwellenländern. Gerade stark exportabhängige Länder (siehe «Die Grafik») wie diejenigen Osteuropas, Südkorea oder Mexiko verzeichnen bereits eine Abschwächung ihrer Exporte. Andere Schwellenländer hingegen wie Indien oder Indonesien sind stärker nach innen gerichtet und weniger stark tangiert von der negativen globalen Dynamik.

Uneinheitliche Wachstumsaussichten für 2023

Die Wachstumsaussichten der Schwellenländer für das Jahr 2023 unterscheiden sich je nach Region stark. Die Wachstumsprognosen des IWF für Asien sind beispielsweise mit rund 5% konstruktiv. Diese soliden Perspektiven in einem Umfeld, in dem das globale Wachstum nachlässt, haben verschiedene Gründe. Einerseits blieb die Inflation im Vergleich zu anderen Schwellenländern niedriger. Dies wiederum ermöglichte es den Zentralbanken, moderatere Zinsschritte einzuleiten. Infolgedessen blieb die Inlandsnachfrage widerstandsfähig und wird (ausserhalb von China) zusätzlich durch eine anhaltende Erholung nach der Pandemie gestützt. Darüber hinaus sind diverse asiatische Volkswirtschaften mit einem eher geringen Exportanteil in Prozent des BIP weniger anfällig für die negative globale Nachfragedynamik. Gleichzeitig könnte die erwartete Wiedereröffnung Chinas ab dem zweiten Quartal 2023 der Region einen weiteren Schub geben, auch wenn China diesmal nicht der grosse Wachstumsmotor sein wird – Chinas Wirtschaftswachstum dürfte zum ersten Mal seit 1990 niedriger ausfallen als das der übrigen asiatischen Schwellenländer (siehe Grafik 1). In Lateinamerika sind die Aussichten etwas weniger optimistisch. Steigende Inflationsraten zwingen die Zentralbanken zu deutlichen Zinserhöhungen, welche die Binnennachfrage belasten werden, während Länder wie Mexiko die geringere Nachfrage aus den USA zu spüren bekommen werden. Hinzu kommt, dass die politische Unsicherheit in der Region mit neuen populistischen Regierungen in verschiedenen Ländern weiterhin hoch bleibt. Osteuropa ist unter den derzeitigen wirtschaftlichen und politischen Bedingungen besonders fragil. Das liegt nicht nur an der

Grafik 1: Wachstumsaussichten für Asien sind konstruktiv, China nicht mehr Wachstumslokomotive

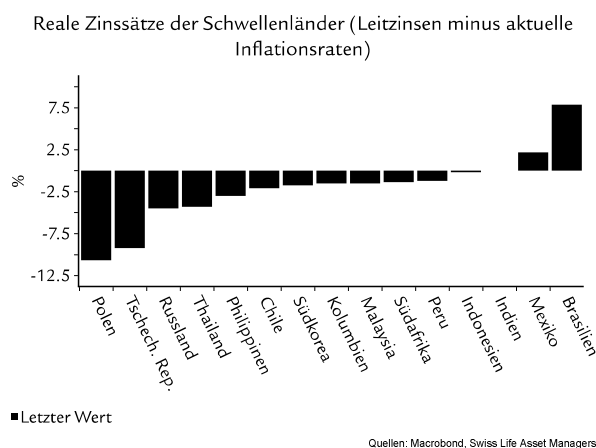


Nähe zum Kriegsgeschehen, welche die geopolitische Unsicherheit hochhält. Die osteuropäischen Länder sind sehr stark vom Wachstumskurs Westeuropas abhängig, wo in einigen Ländern Rezession herrscht. Darüber hinaus bleibt der Preisdruck in der Region mit zweistelligen Inflationsraten trotz signifikanter Zinserhöhungen durch die jeweiligen Zentralbanken erheblich und belastet die Binnenwirtschaft.

Spielraum für geldpolitische Lockerung

Die Zentralbanken der Schwellenländer haben im derzeit hohen Inflationsumfeld gute Arbeit geleistet. Sie haben den Zinserhöhungen der US-Notenbank vorgegriffen und die Zinssätze im Laufe des Jahres 2022 deutlich angehoben. Für einige von ihnen besteht die Möglichkeit, den Zinserhöhungszyklus zu beenden, und die ersten Länder könnten in der Lage sein, einen Teil der Zinserhöhungen im Jahr 2023 rückgängig zu machen. Dies gilt insbesondere für lateinamerikanische Volkswirtschaften. Allen voran Brasilien, dessen Zentralbank die Zinssätze auf über 13% angehoben hat und reale Zinssätze (inflationsbereinigte Nominalzinssätze) von über 7% ausweist, könnte in der Lage sein, eine erste Zinssenkung vorzunehmen, zumal der Inflationsdruck weiter sinkt. Andere Länder werden jedoch vorsichtiger sein müssen. Osteuropa meldet zweistellige Inflationsraten, obwohl die Zinssätze deutlich angehoben wurden, sodass die realen Zinssätze tief im negativen Bereich verharren. In Asien haben die Zentralbanken die Zinssätze nur zögerlich angehoben und haben daher nur einen begrenzten Spielraum, um die Zinssätze auf den aktuellen Niveaus zu belassen oder sogar zu senken, insbesondere, solange die Fed die Zinssätze weiter anhebt. Sobald die Fed jedoch ihren Zinshöchst-

Grafik 2: Spielraum für Zinssenkungen in Brasilien dank hoher Realzinsen und sinkender Inflation

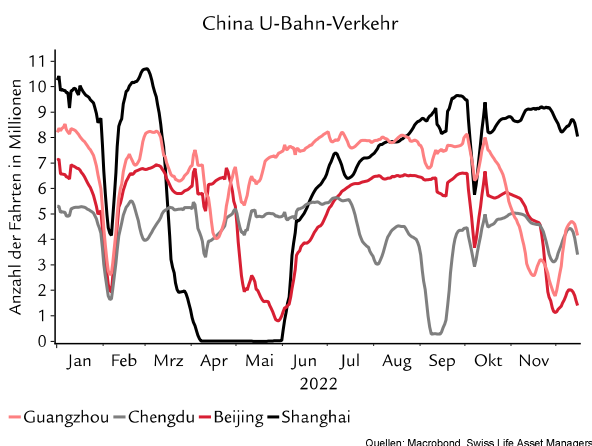


stand erreicht hat, könnten auch erste asiatische Länder wie Indien oder Indonesien in der Lage sein, ihre Geldpolitik zu lockern.

China: Null-Covid-Politik hat ausgedient

Die chinesische Regierung hat eine deutliche Lockerung der Covid-Massnahmen angekündigt, was aufzeigt, dass die sogenannte Null-Covid-Politik zur Eindämmung des Virus ausgedient hat. Dies bedeutet, dass stadtweite Lockdowns sowie tägliche PCR-Tests von Millionen von Menschen der Vergangenheit angehören. Diese Lockerungsmassnahmen wurden viel früher und weitreichender eingeführt als erwartet, sodass sich der Zeitpunkt einer konjunkturellen Erholung nach vorne verschiebt. Wir gehen daher davon aus, dass die Wirtschaft bereits ab dem zweiten Quartal 2023 einen Aufschwung erleben wird. Die Übergangsphase zu dieser konjunkturellen Erholung wird jedoch holprig sein. Erstens haben nur 40% der Bevölkerung im Alter von über 80 Jahren eine Auffrischungsimpfung erhalten. Das Ziel, bis Ende Januar 90% diese Altersgruppe dazu zu bringen, zumindest die ersten beiden Impfungen zu absolvieren oder eine Auffrischungsimpfung zu erhalten, erscheint sehr ehrgeizig. Aufgrund der schlechten Immunisierung in der Bevölkerung bleibt abzuwarten, wie schnell die lokalen Behörden die Beschränkungen lockern können, falls ein Anstieg der Fälle das Gesundheitssystem des Landes belastet. Zweitens wird die Lockerung der Covid-Beschränkungen zwar die Binnenwirtschaft ankurbeln, das externe Umfeld bleibt jedoch schwierig und dürfte die Exportleistung des Landes belasten. Aus diesem Grund heben wir unsere BIP-Prognose für 2023 nur geringfügig an, von zuvor 4.7% auf 4.9%.

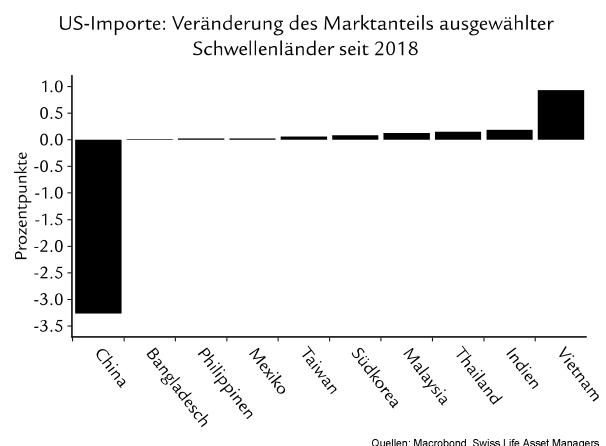
Grafik 3: Chinas Mobilität wird sich weiter erholen dank Covid-Lockerungsmassnahmen



Keine Deglobalisierung, sondern «China plus 1»

Die Pandemie hat aufgezeigt, wie entscheidend nachhaltige und diversifizierte Lieferketten sind. Zusätzlich haben Spannungen zwischen den USA und China sowie ein erhöhtes politisches Risiko bei Geschäften in China Befürchtungen zunehmender Deglobalisierungstendenzen oder auch des Onshoring (der Rückverlagerung der Produktion von Waren und Dienstleistungen ins Herkunftsland) ausgelöst. Für einige kritische Komponenten wie Halbleiter werden bereits gewisse Anstrengungen in diese Richtung unternommen. Auf breiterer Ebene sind Deglobalisierungstendenzen jedoch nicht erkennbar. Der Welthandel setzt seinen Aufwärtstrend fort und auch die Exporte aus China in die Welt bleiben auf sehr hohem Niveau. Dennoch zeigen Umfragedaten und anekdotische Hinweise, dass immer mehr Unternehmen Investitionen aus China in andere Länder verlagern wollen. Wir rechnen zwar nicht mit einer massenhaften Abwanderung von Unternehmen aus China, durchaus aber mit einem vermehrt diversifizierten Fussabdruck. Eine sogenannte «China-plus-1-Strategie» wird daher in Zukunft wahrscheinlich der vorherrschende Weg sein. Die jüngsten Erfahrungen aus dem Handelskrieg zwischen den USA und China können einen Hinweis darauf geben, wohin sich der Handel aus China verlagern könnte. Seit 2018, dem Jahr der Einführung von Handelszöllen auf chinesische Waren, hat China rund 3 Prozentpunkte des Marktanteils bei den US-Importen verloren. Davon haben wiederum andere Länder profitiert, allen voran Vietnam (siehe Grafik 4).

Grafik 4: Diversifizierung weg von China kommt anderen asiatischen Volkswirtschaften zugute



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 Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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, 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.

Jahresausblick 2023

Zinsen und Anleihen

TINA ist tot, lang lebe TIAA

USA

- Wegen der geldpolitischen Straffung 2022 zur Bekämpfung der höchsten Inflation seit zehn Jahren hatten Anleihen Anleger das schlechteste Jahr seit jeher, da Zinsen und Spreads gleichzeitig anstiegen.
- Da der Peak der US-Inflation wohl hinter uns liegt, sehen wir weniger Volatilität und weniger Aufwärtsdruck auf den Zinsen, wovon Investment-Grade-Anleihen 2023 profitieren dürften. Die Spreads könnten sich zwar gegenüber dem aktuellen Niveau ausweiten, aber die höhere Rendite der Anlageklasse dürfte 2023 zu attraktiven Gesamtrenditen führen.

Eurozone

- Die Zinserhöhungen der EZB waren 2022 weniger stark als die des Fed, aber die Spreads weiteten sich wegen des Ukrainekriegs und der schwierigen Energielage in Europa stärker aus als in den USA.
- Europa hinkt den USA bei der Inflationsbekämpfung hinterher, bei gleichzeitig geringerem Wachstum. Dennoch profitieren EUR-Anleihen von höheren Spreads und attraktiveren währungsabgesicherten Renditen, was Zuflüsse anziehen und zu positiven Gesamtrenditen 2023 führen dürfte.

Vereinigtes Königreich

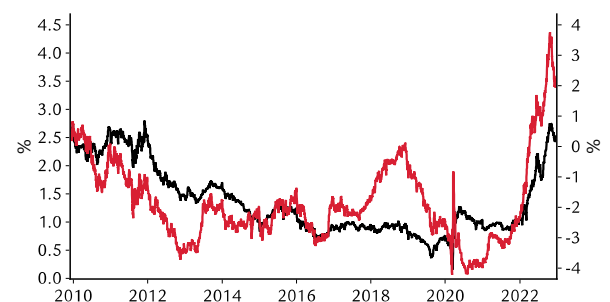
- Britische Firmenanleihen zählten 2022 wegen des flauerer Wirtschaftswachstums, der höheren Inflation und einer etwas chaotischen Fiskal- und Geldpolitik zu den schlechtesten Performern.
- Die britische Wirtschaft dürfte auch 2023 hinterhinken und der Arbeitskräftemangel die Inflation hoch halten. Britische Anleihen bleiben daher wohl hinter US- und europäischen Anleihen zurück.

Schweiz

- Trotz negativen Gesamtrenditen schlugen Schweizer Anleihen fast alle aufgrund höherer Ratingqualität, besserem Wirtschaftsumfeld und milderer Inflation, die weniger Druck auf die SNB ausübt.
- Daher dämpft die Geldpolitik das Wirtschaftswachstum 2023 weniger stark als im Ausland, was auch den Schweizer Kreditmarkt stützen dürfte.

Anleihen bieten vs. Aktien erneut attraktive Renditen

Differenz zwischen Unternehmensanleihen- und Dividendenrenditen in den USA und Europa



– Renditen: USD-Unternehmensanleihen minus S&P 500, links

– Renditen: EUR-Unternehmensanleihen minus Stoxx Europe 600, rechts

Quelle: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

TINA («there is no alternative») war in den letzten Jahren das Hauptargument für Aktien vs. Anleihen. Das ist nun anders. 2022 war für Anleihen Anleger zwar düster, machte aber auch Investment-Grade-Anleihen wieder sehr attraktiv. EUR-Firmenanleihen rentieren derzeit mit 3.7% vs. 0.1% Mitte 2021, US-Papiere mit 5.1% vs. 1.7% Ende 2020. Zum Vergleich: EUR Stoxx 600 und S&P 500 liefern zurzeit Dividendenrenditen von 3.4% bzw. 1.6% bei deutlich höherer Volatilität. Es gibt also wieder eine Alternative («TIAA») zu Aktien. Höhere Spreads sind möglich, aber Anleihen bieten nun einen gewissen Schutz in Form eines höheren Carry und einer Zinskomponente, die in einem Risk-off-Umfeld als Absicherung dient. Zudem profitieren Firmenanleihen von soliden Fundamentaldaten und die Emissionsflut der letzten Jahre hat den Refinanzierungsbedarf der Unternehmen in die Zukunft verschoben. Das derzeit hohe nominale Wachstum ist tendenziell auch für Anleihenemittenten vorteilhaft, deren Erträge und Gewinne mit der Inflation steigen, der Schuldenstand aber gleich bleibt. Trotz geringem realem Wirtschaftswachstum könnten sich daher die Fundamentaldaten weiter verbessern. Bei Staatsanleihen sehen wir nach wie vor Risiken, da die Trendwende der Zentralbanken später eintreten könnte als momentan von den Anlegern erwartet. Wir erwarten daher v. a. fürs erste Halbjahr höhere Anleihenrenditen und flachere Kurven.

Aktien

Wer leidet, gewinnt

USA

- Der US-Markt war 2022 ein Bärenmarkt mit einem maximalen Verlust von –24% Mitte Oktober. Seither hat sich der Markt erholt und schliesst das Jahr mit einem Minus von 17% ab (alle Daten per 13. Dezember). 2022 entwickelte sich der US-Markt in Lokalwährung zum ersten Mal seit über zehn Jahren schlechter als der europäische Aktienmarkt.
- Der US-Markt ist immer noch viel höher bewertet als andere Industrie- und Schwellenländer. Die US-Bewertung ist etwa neutral, diejenige anderer Märkte liegt unter dem historischen Mittelwert.

Eurozone

- Trotz des Ukrainekriegs und der Energiekrise büsste der europäische Aktienmarkt 2022 bloss 10% ein. Von Mitte Oktober bis Mitte Dezember legte der Markt satte 14% zu.
- Die Bewertung des europäischen Aktienmarkts ist für sich genommen und gegenüber dem US-Markt äusserst attraktiv. Der Bewertungsabschlag vs. US-Markt liegt immer noch nahe beim Allzeithoch.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Aktienmarkt ist der einzige grosse Markt, der 2022 mit einer positiven Performance (rund 7%) abschliessen dürfte.
- Wie bei kontinentaleuropäischen Märkten ist die Bewertung sehr attraktiv und der britische Markt weist die höchste Dividendenrendite auf (fast 4%).

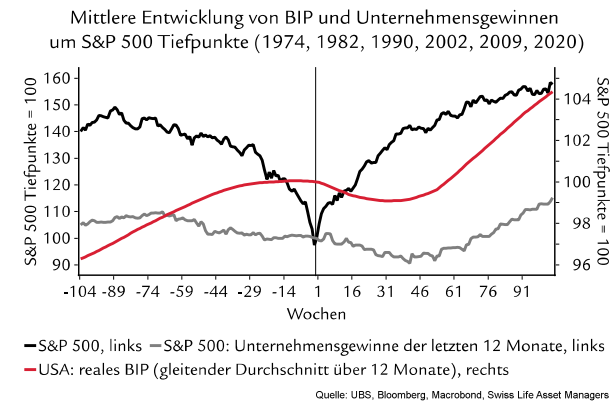
Schweiz

- 2022 profitierte der Schweizer Aktienmarkt nicht voll von seinem defensiven Charakter. Er büsste seit Jahresbeginn 15% ein. Hauptgrund: Die Gesundheitsunternehmen ausser Novartis verloren 19% bis 37%. Auch das Finanzwesen und einige zyklische Firmen schnitten stark unterdurchschnittlich ab.
- Der Schweizer Markt ist im Vergleich zu anderen Märkten nicht billig.

Schwellenländer

- Schwellenländer rentierten 2022 von allen grossen Märkten am schlechtesten (–20%), v. a. China, das unter den Turbulenzen am Immobilienmarkt, der Null-Covid-Politik und politischer Unsicherheit litt.
- Aus Bewertungssicht sind Schwellenländer attraktiv. Ein schwächerer Dollar könnte den Markt 2023 stützen. Doch für eine klare Outperformance müssen die Zweifel bezüglich China ausgeräumt werden.

Der Aktienmarkt erholt sich vor dem Konjunkturaufschwung



Es spricht 2023 einiges für Aktien: Erstens sind die Bewertungen viel attraktiver. Zweitens hat die Inflation ihren Höhepunkt wohl erreicht und die Zinserhöhungen könnten 2023 enden. Das Fed dürfte Ende 2023 die Zinsen gar wieder senken. Drittens waren die jüngsten Unternehmensgewinne viel robuster als erwartet. Viertens erreicht der Aktienmarkt im Mittel sechs bis neun Monate vor der Konjunktur die Talsohle (siehe Grafik). Geht man in den USA für 2023 von einer Rezession von zwei bis drei Quartalen aus, könnte der Boden des Aktienmarkts bald erreicht sein. Fünftens ist die Stimmung sehr negativ («bearish»), i. d. R. ein Kontraindikator.

Negativ sind die Rezession und der entsprechende Gewinnrückgang, der momentan noch nicht eingepreist ist. Der durchschnittliche Gewinnrückgang der Nachkriegszeit während Rezessionen beträgt rund 15%. Für 2023 entspricht der Marktkonsens nach wie vor einem einstelligen Gewinnwachstum. Zweitens sind die Bewertungen tatsächlich viel tiefer als vor einem Jahr, liegen aber immer noch über den Niveaus der Rezessionstiefs. Drittens wird die Geldpolitik weiter gestrafft und Inflation und Zinsen könnten länger hoch bleiben als derzeit erwartet. Viertens ist die relative Attraktivität von Aktien vs. Anleihen deutlich gesunken. Fünftens bleiben die geopolitischen Risiken hoch.

Somit ist eine negative Haltung gegenüber Aktien im nächsten Quartal gerechtfertigt, da sich die Effekte der bevorstehenden Rezession noch nicht ganz in den Marktpreisen widerspiegeln. Mittelfristig deuten die Aktienbewertungen auf ein attraktives Renditepotenzial hin, das weitgehend dem historischen Durchschnitt entspricht. Anlagestile wie Minimum Volatility und High Dividend könnten sich im aktuellen Marktumfeld besonders gut entwickeln.

Währungen

Endet der «USD-Superzyklus» 2023?

USA

- 2022 war für den USD ein weiteres aussergewöhnliches Jahr. Von den Hauptwährungen schnitten nur der brasilianische Real und der mexikanische Peso besser ab, wobei die Zentralbanken beider Länder die Zinsen stärker anhoben als das Fed, um die Inflationsrisiken einzudämmen.
- Der handelsgewichtete USD dürfte 2023 abwerten, da die erwartete US-Rezession und die sinkende US-Inflation das Fed dazu bewegen dürften, die Zinsen gegen Ende Jahr wieder zu senken (siehe Haupttext).

Eurozone

- Der EUR büsste vs. den USD 2022 6% ein (Daten per 15. Dezember), entwickelte sich aber etwas besser als die nordischen Währungen oder das GBP.
- Die Eurozone dürfte sich 2023 in einem anderen Konjunkturzyklus als die USA befinden. Nach der Winterrezession erwarten wir eine gewisse Erholung und Rückenwind von China. Angesichts der hartnäckigen Inflation und der Tatsache, dass die EZB weniger Zinsschritte vorgenommen hat als das Fed, dürften die Märkte Zinssenkungen nicht im selben Ausmass einpreisen wie in den USA. All diese Faktoren dürften den EUR 2023 stützen.

Vereinigtes Königreich

- Trotz grossen politischen Turbulenzen blieb das GBP 2022 vs. EUR in einer relativ engen Handelspanne.
- Dies dürfte auch 2023 so bleiben. Unsere Sicht auf GBP/EUR ist neutral und auf GBP/USD positiv.

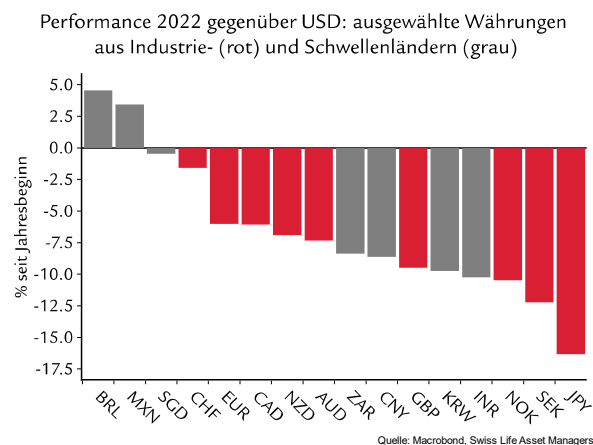
Schweiz

- Der CHF verlor vs. den USD 2022 nur leicht und wertete handelsgewichtet 5% auf.
- Die SNB dürfte ihren Zinsanhebungszyklus bald beenden. Zusammen mit einer möglichen Erholung zyklischer Währungen wie GBP oder EUR 2023 (siehe oben) könnte EUR/CHF 2023 etwas aufwerten. Opportunistische Verkäufe von Devisenreserven durch die SNB werden das Aufwärtspotenzial jedoch begrenzen.

Japan

- Der JPY erzielte 2022 die schwächste Performance aller Hauptwährungen, weil die Bank of Japan hartnäckig an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhielt.
- Aufgrund der erwarteten allgemeinen USD-Schwäche schätzen wir USD/JPY 2023 negativ ein.

2022: höhere Zinsen sorgen für USD-Stärke



Der USD war 2022 die performancestärkste Industrieländerwährung (siehe Grafik, Daten per 15. Dezember) nach einem bereits starken Jahr 2021, als der USD nur von CAD und CNY geschlagen wurde. Befeuert wurde dieser «USD-Superzyklus» von der starken Wirtschaft in beiden Jahren und einem Fed, das 2022 zu den engagiertesten Zentralbanken im Kampf gegen die Inflation zählte und den schnellsten Zinserhöhungszyklus seit den Jahren unter Fed-Chef Paul Volcker einleitete. Der USD-Zyklus dürfte aber 2023 enden. In den letzten zwei Monaten 2022 war der USD bereits stark geschwächt, dies wegen des allgemeinen risikofreundlichen Marktumfelds und weil der Markt die Erwartungen von weiteren Zinsschritten durch das Fed etwas herunterschraubte. Wir halten die jüngste Entwicklung für übertrieben und sehen auf kurze Sicht die Gefahr, dass die Märkte wieder mehr Zinserhöhungen durch das Fed einpreisen und der Aktienmarkt schwächtelt. Wir starten also mit einer neutralen USD-Sicht ins neue Jahr, erwarten aber für 2023 erneute USD-Schwäche. Sobald die US-Wirtschaft 2023 in eine Rezession fällt, werden Timing und Ausmass der möglichen Zinssenkungen klarer werden. Zu diesem Zeitpunkt dürften Risikoanlagen wieder auf einen nachhaltigeren Erholungspfad zurückkehren. Die Kehrtwende in der US-Geldpolitik und die bessere Risikostimmung werden sich negativ auf den USD auswirken, v. a. weil sich das Inflationsproblem in der Eurozone und in Grossbritannien wohl hartnäckiger hält. Dies könnte die Erwartung für weitere Zinsschritte in diesen Ländern aufrechterhalten.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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

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

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

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



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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Jahresausblick 2023 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Unternehmensanleihen wieder interessanter

Zusammenfassung

- Nach einem guten November nahm die Risikofreudigkeit an den Finanzmärkten im Dezember wieder ab, da sie das erhöhte Rezessionsrisiko für 2023 einzupreisen begannen.
- Daher flauten die Aktienmärkte ab und die Renditen auf Staatsanleihen schwankten rund um das Niveau von Ende November, obwohl sich die Kreditspannen etwas verengten.
- Die Zentralbanken dürften nicht wesentlich von ihrem Straffungspfad abweichen. Da die Bewertungen nicht billig sind, könnte der Markt seine jüngsten Gewinne teilweise einbüßen und vorsichtig positioniert bleiben. Wir haben allerdings das Untergewicht in Unternehmensanleihen etwas reduziert.

Zinsen und Anleihen

- Das steigende Risiko einer baldigen US-Rezession belastet die langfristigen Renditen und die Geldpolitik hält die Zinskurven flach oder invertiert.
- Dies schmälert die relative Attraktivität von Staatsanleihen. Daher halten wir hier Gewichtung und Duration unter den strategischen Niveaus.
- Die engeren Kreditspannen schmälern die Attraktivität von Firmenanleihen. Aber der Carry bleibt interessant, wenn die Rezession moderat ausfällt. Wir haben daher die Gewichtung von Firmenanleihen erhöht, bleiben aber insgesamt untergewichtet.

Aktien

- Die Erwartungen zu den Unternehmensgewinnen sind zwar gesunken, spiegeln aber das Rezessionsrisiko noch nicht genügend wider.
- Die Bewertungen sind neutral, aber nicht billig und daher brauchen die Märkte entweder kurzfristig eine deutlich expansivere Geldpolitik oder äusserst positiv überraschende Unternehmensgewinne, um ihre Performance aufrechtzuerhalten. Beides ist jedoch unwahrscheinlich.
- Wir bleiben deshalb vorsichtig und halten die Aktienquote unter den strategischen Niveaus.

Ausblick 2023

Zinsen und Anleihen: Historisch gesehen steigen die Renditen im späten Konjunkturstadium schnell an und schiessen über ihr Gleichgewicht hinaus, um dann auf ihr neues Gleichgewicht abzusinken. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, bereits tiefer als zu ihrem Höhepunkt im Oktober 2022, dürften daher 2023 im Vergleich zu den heutigen Niveaus nicht markant sinken, v. a. weil die Inflation strukturell höher bleiben dürfte als in den letzten zehn Jahren. Die erwartete US-Rezession dürfte 2023 für weitere Kreditspannen im gesamten Kreditspektrum sorgen. Doch sind die Firmen finanziell besser aufgestellt als in früheren Abschwungphasen und die Kreditspannen liegen momentan im historischen Durchschnitt. Staats- und Firmenanleihen dürften zwar positiv performen, aber wir ziehen Firmenanleihen wegen ihres höheren Carry vor. Anleger sollten wegen der weiten Kreditspannen auch Schwellenländeranleihen berücksichtigen. Eine Normalisierung der globalen Geldpolitik wird diese Anlageklasse 2023 begünstigen.

Aktien: Bei den Aktien ist es komplizierter, da die Bewertungen auf oder unter den neutralen Niveaus liegen, aber der Markt das Rezessionsrisiko noch nicht genügend einpreist. Aktien dürften noch volatil bleiben, aber wir sehen Potenzial für eine Erholung 2023. Wir erwarten daher für Aktien 2023 eine moderate positive Rendite, halten die Anlageklasse aus risikoadjustierter Sicht aber für am wenigsten attraktiv.

Immobilien bleiben in Multi-Asset-Portfolios wichtig. Die hohen Zinsen könnten ihre Aufwertung in den nächsten Quartalen eindämmen und die Unterschiede zwischen Sektoren/Ländern könnten grösser ausfallen, aber Ertrag und Widerstandsfähigkeit gegenüber der Inflation sprechen klar für diese Anlageklasse.

Die grössten Risiken 2023 sind weiter steigende Energiepreise, eine zu restriktive Geldpolitik oder eskalierende Spannungen zwischen den USA und China. Diese Risiken würden die Märkte klar belasten und unsere Erwartungen umstossen.

Swiss Life Asset Managers



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



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

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

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

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

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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT.

Schweiz: Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.