

Juli 2022

Kernaussagen

- Die Rezessionsängste steigen nach schwachen Umfragewerten bei Konsumenten und Unternehmen weiter an
- Bei steigenden Zinsen nehmen die Sorgen um europäische Staatsschulden zu und provozieren EZB-Aktivismus
- Die Inflationsrisiken zeigen weiterhin nach oben, die Lage bei russischen Gaslieferungen spitzt sich zu

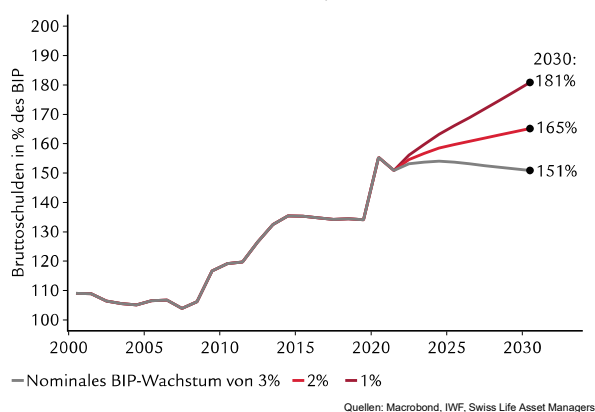
Prognosevergleich

	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	2.5% ↓	2.6% ↓	1.4% ↓	1.8% ↓	8.3% ↑	7.7% ↑	3.8% ↑	3.6% ↑
Eurozone	2.9% ↑	2.8% ↑	1.8% ↓	2.0% ↓	7.1% ↑	7.2% ↑	3.1% ↑	3.2% ↑
Deutschland	1.8% ↓	1.8% ↓	2.0% ↓	2.1% ↓	7.0% ↑	6.9% ↑	3.4% ↑	3.4% ↑
Frankreich	2.5% ↓	2.5% ↓	1.4% ↓	1.6% ↓	4.7% ↑	5.0% ↑	2.6% ↑	2.6% ↑
Grossbritannien	3.5% ↓	3.5% ↓	0.4% ↓	0.8% ↓	8.1% ↑	8.5% ↑	4.9% ↑	5.2% ↑
Schweiz	2.5%	2.5% ↓	1.2%	1.6% ↓	2.4% ↑	2.3% ↑	1.3% ↑	1.2% ↑
Japan	1.5% ↓	1.7% ↓	1.6%	1.9%	2.0% ↑	1.9% ↑	1.0% ↑	1.2% ↑
China	4.3%	4.3% ↓	5.2%	5.2% ↑	2.3%	2.2%	2.0%	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 13. Juni 2022

Grafik des Monats

Italien: Szenarien für die Schuldenquote bei einem Zins von 3.5%



Die Zinswende ist da und damit erneut die Frage, ob in der Eurozone eine neue Schuldenkrise droht. Die Renditedifferenz («Spread») zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen hat sich ausgeweitet und Aktivismus bei der Europäischen Zentralbank ausgelöst, die der «Fragmentierung» im Euroraum entgegentreten will. Ob die Schuldensituation Italiens beim aktuellen Zins von 3.5% auf zehnjährige Anleihen nachhaltig ist, hängt vom nominalen Wachstum ab. Unter der Annahme, dass Italiens Budget innert fünf Jahren wieder zu einem Primärüberschuss findet, müsste Italien ein reales Wachstum von 1% und eine Inflation von 2% erzielen (= nominales Wachstum von 3%), um die Schuldenquote zu stabilisieren.

USA Konsumieren um jeden Preis?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.6%
2023: 1.4%	2023: 1.8%

Der private Konsum macht rund 70% des US-Bruttoinlandprodukts aus und ist somit ausschlaggebend für den Konjunkturverlauf. Die Ausgangslage der US-Haushalte dürfte günstig sein, insbesondere im Vergleich zu 2008. Das Vermögen aller Einkommensklassen relativ zu den Schulden stieg seit der Finanzkrise deutlich an. Während der Pandemie konnten die US-Haushalte ausserdem dank staatlicher Unterstützung massive Liquiditätsüberschüsse anhäufen. Aktuell profitieren insbesondere tiefere Einkommensklassen von einem sehr angespannten Arbeitsmarkt und einem Lohnwachstum von rund 7%. Allerdings kompensiert dieses Wachstum nicht vollständig für die Inflation, weshalb die Reallöhne seit 2020 rückläufig sind. Dies führt dazu, dass die Konsumenten ihre Ausgaben vermehrt mit einem Abbau ihrer Ersparnisse sowie mit der Aufnahme weiterer Schulden finanzieren. Die Sparquoten lagen im April bei historisch tiefen 4.4%. Gemäss Schätzungen könnte der aktuelle Rückgang der Sparquote dank den Pandemieersparnissen noch bis mindestens 2023 aufrechterhalten werden. Die sinkende Konsumentenstimmung könnte die Konsumbereitschaft aber vorher drosseln. Problematischer dürfte auch der Konsumkreditanstieg sein. Obwohl die Ausfallquoten bisher tief blieben, zeigen sich gerade tiefere Einkommensschichten vermehrt besorgt über ihre Bonität. Das Risiko einer früher als erwartet einsetzenden Rezession ist deshalb hoch, mit einer weichen Landung rechnet derweil kaum noch jemand.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.3%	2022: 7.7%
2023: 3.8%	2023: 3.6%

Nach einem schwachen Rückgang im April überraschte die US-Inflation erneut nach oben und erreichte mit 8.6% einen neuen Höchstpunkt. Treiber waren erneut Preisanstiege von Nahrungsmitteln und Energie, aber auch deutlich höhere Flugpreise und anziehende Mieten. Wir korrigieren insbesondere den Energiepreisfad für die nächsten Monate nach oben.

Eurozone Weiter am Tropf der EZB

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 2.8%
2023: 1.8%	2023: 2.0%

In den kommenden Tagen jährt sich das Versprechen Mario Draghis, des damaligen EZB-Präsidenten, wonach die Europäische Zentralbank alles unternehmen würde, um den Fortbestand der Währungsunion sicherzustellen. Pünktlich zum Jubiläum des Höhepunkts der europäischen Schuldenkrise sind wieder alle Augen auf die EZB gerichtet. Mit der notorischen Ausnahme von Japan wird die Europäische Zentralbank als letzte der grossen Notenbanken ab Juli eine Zinswende einleiten müssen. Allein die Aussicht auf diese Massnahme sorgte an den Finanzmärkten für eine starke Ausweitung der Kreditspanne für Anleihen der südlichen Teilnehmerländer. Insbesondere Italien sah sich kurzfristig starkem Gegenwind ausgesetzt. Es entbehrt nicht der Ironie, dass Mario Draghi inzwischen die Rollen getauscht hat und mittlerweile als Ministerpräsident Italiens auf Unterstützung durch die Notenbank angewiesen ist. Der Ausgestaltung des sogenannten «Anti-Fragmentierungs-Werkzeugs» der EZB kommt auch im Hinblick auf die italienischen Wahlen im kommenden Jahr grosse Bedeutung zu. An Zinserhöhungen der EZB führt dennoch in Anbetracht der hohen Inflationszahlen und des beschleunigten Lohndrucks kein Weg vorbei, auch wenn sich die wirtschaftlichen Aussichten in der ganzen Eurozone weiter eintrüben. Für positive Impulse sorgt derweil die Entspannung der Lieferkettenprobleme. Erste Automobilhersteller haben ihre Produktion wieder hochfahren können.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.1%	2022: 7.2%
2023: 3.1%	2023: 3.2%

Weiterhin sorgen die Energiepreise für hohen Preisdruck. Das bisherige Abseitsstehen der EZB sorgt in Form eines schwachen Euros und damit höherer Importpreise für zusätzlichen Inflationsdruck. Selbst in Erwartung von Zinserhöhungen durch die EZB und nachlassender wirtschaftlicher Dynamik wird die Inflationsrate erst zur Jahresmitte 2024 wieder unter 2% fallen.

Deutschland Enttäuschung um Enttäuschung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.8%	2022: 1.8%
2023: 2.0%	2023: 2.1%

Unter den deutschen Wirtschaftsdaten vom vergangenen Monat sucht man vergebens nach einer positiven Überraschung. Die Einzelhandelsumsätze brachen im April massiv ein und die Industrieproduktion wuchs schwächer als erwartet. Die Erwartungen gemäss ifo-Umfrage konnten ihre leichte Erholung vom Vormonat nicht fortsetzen. Auch der Einkaufsmanagerindex für Juni enttäuschte durchgehend. Zwar blieb er sowohl für die Industrie als auch für die Dienstleister im Wachstumsbereich, jedoch mit einer deutlicher als erwarteten Abschwächung. Beunruhigend ist insbesondere der weitere Einbruch der Bestellungseingänge in der Industrie auf den tiefsten Wert seit 2020. Auch die neuen Aufträge für die Dienstleister befinden sich nun unterhalb der Wachstumsmarke. Dies könnte jedoch auf eine Normalisierung der Dynamik nach der Wiedereröffnung zurückzuführen sein. Derweilen bleibt der Preisdruck hoch, auch wenn ein gewisser Entspannungstrend sichtbar ist. Auch die Situation bei den Lieferfristen entspannte sich insgesamt weiter. Als Antwort auf die verringerten Gaslieferungen aus Russland aktivierte Bundeswirtschaftsminister Habeck jedoch Notfallstufe zwei von drei und sieht die Auffüllung der Gasspeicher vor den Wintermonaten in Gefahr. Eine weitere Zuspitzung der Gassituation stellt für Deutschland nach wie vor das grösste Rezessionsrisiko dar.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.0%	2022: 6.9%
2023: 3.4%	2023: 3.4%

Die Juni-Inflationszahlen für Deutschland werden erst nach Redaktionsschluss veröffentlicht. Der Konsensus erwartet einen weiteren Anstieg auf 8.0%, nahe bei unseren Prognosen von 8.1%. Für die Folgemonate stellen die Energiepreise bei rückläufigen russischen Gaslieferungen nach wie vor ein erhebliches Aufwärtsrisiko dar. Ohne konkret zu werden, versprach Habeck Entlastung für Haushalte, die unter dem unvermeidbaren Anstieg der Heizkosten leiden werden.

Frankreich Zunehmend düstere Stimmung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 1.4%	2023: 1.6%

Über den vergangenen Monat deuteten die meisten neu veröffentlichten Daten auf eine weitere Eintrübung der wirtschaftlichen Dynamik. So fiel die Verbraucherstimmung im Juni auf den niedrigsten Wert seit 2013. Die aktuelle Verunsicherung übertrifft demnach die Missstimmung während des Lockdowns oder zum Höhepunkt der «Gilets Jaunes»-Proteste. Die Wahrung der Kaufkraft steht zuoberst auf der Agenda der Haushalte, entsprechend wird der Druck auf Arbeitgeber und Politik zunehmen, Lohnforderungen nachzukommen. Dieses Bild passt zur geopolitischen Verunsicherung und möglicherweise auch zur Pattsituation nach den Parlamentswahlen, die keine klare Mehrheit hervorbrachte. Dennoch bleibt es in der Beurteilung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wichtig, zwischen Stimmung und tatsächlicher Lage zu unterscheiden. So sieht beispielsweise die Lage am Arbeitsmarkt derzeit weit rosiger aus, als es die Konsumentenstimmung vermuten liesse: Die Arbeitslosenquote ist aktuell so niedrig wie nie während der vergangenen zwanzig Jahre. Umfragen im verarbeitenden Gewerbe zeigen auch, dass die Firmen zuletzt wieder zuversichtlicher geworden sind hinsichtlich des Geschäftsgangs ihrer eigenen Unternehmung. Ebenfalls positiv sieht derzeit der Ausblick für Frankreichs Tourismusbranche aus. Ängste vor einer Rezession scheinen in diesem Licht verfrüht.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.7%	2022: 5.0%
2023: 2.6%	2023: 2.6%

Leider waren die Zahlen zur Inflation im Monat Juni bei Fertigstellung dieses Dokuments noch nicht bekannt. Es ist aber davon auszugehen, dass die Inflationsrate noch einmal angestiegen ist. Dienstleister sind weiterhin in der Lage, ihre erhöhte Preissetzungsmacht durchzusetzen. Zusätzlich zeigen Daten der Europäischen Kommission, dass die Treibstoffpreise im Juni im Vergleich zum Vormonat erneut um 11% gestiegen sind.

Grossbritannien Aufkommende Rezession?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 3.5%
2023: 0.4%	2023: 0.8%

Auch bei Grossbritannien machen sich Investoren zunehmend Sorgen bezüglich einer aufziehenden Rezession. Die Bank of England strafft die geldpolitischen Zügel, und die rekordhohe Inflation nagt an der Kaufkraft der Konsumenten, die zumindest im Einzelhandel immer weniger Güter konsumieren. Die realen (also preisbereinigten) Umsätze im Einzelhandel fallen seit dem Höhepunkt im April 2021 beinahe kontinuierlich. In Kombination mit der seit Anfang 2022 insgesamt rückläufigen Industrieproduktion dürfte das BIP im abgelaufenen zweiten Quartal erstmals seit der Pandemie zurückgegangen sein. Ob der Anstieg der Arbeitslosenquote im April ebenfalls Zeichen einer Trendwende ist, bleibt abzuwarten. In der GfK-Konsumentenstimmungsumfrage hat sich interessanterweise die Einschätzung zur Jobsicherheit in der jüngsten Umfrage leicht verbessert, und die Gewerkschaften zeigen sich so kampflustig wie seit Jahren nicht mehr. Die eher düsteren konjunkturellen Vorzeichen kontrastieren auffällig mit den immer noch konstruktiven Umfragedaten bei Unternehmen: In Grossbritannien haben sich die Einkaufsmanagerindizes (PMI) der Industrie deutlich besser gehalten als auf dem Kontinent, ebenso zeigten die PMI bei Dienstleistern keinerlei Eintrübung. Dennoch rechnen wir nach wie vor mit einer deutlichen Verlangsamung der Konjunktur und einer leichten Rezession 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.5%
2023: 4.9%	2023: 5.2%

Die Inflation legte im Mai marginal zu, von 9.0% auf 9.1%, wobei die Kerninflation erstmals seit letztem September etwas nachliess (Rückgang von 6.2% im April auf 5.9% im Mai). Für Entwarnung ist es aber zu früh, da sich die Inflationsdynamik von Güterpreisen, die einem starken globalen Einflussfaktor unterworfen sind, hin zu Dienstleistungen verlagert hat. In diesem binnenorientierten Sektor greift die Geldpolitik am besten, was die Bank of England trotz Rezessionsrisiken zu weiteren Zinserhöhungen ermuntern wird.

Schweiz Keine Angst vor starkem Franken

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 1.2%	2023: 1.6%

Weiterhin zeigt sich die konjunkturelle Dynamik vom Krieg in der Ukraine wenig betroffen. Der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des SECO tendiert seit April stetig gegen oben und die Beschäftigung erreicht neue Höchststände. Nach einer Abwärtsrevision im März belassen wir unsere Prognose zum BIP-Wachstum für 2022 nun zum vierten aufeinanderfolgenden Mal unverändert. Gleichwohl gehen wir nach wie vor von einer Abkühlung aus, was sich in einer gegenüber Konsensus deutlich vorsichtigeren Prognose für 2023 ausdrückt. Mit Ausnahme der Europäischen Zentralbank und der Notenbank Japans sind alle Zentralbanken dazu übergegangen, die finanziellen Rahmenbedingungen zu straffen. Dies mindert die Nachfrage nach Exportgütern von Schweizer Herstellern. Zusätzlich werden die Exportaussichten auch durch den Umstand getrübt, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) die einheimische Währung nicht weiter vor einer Aufwertung schützt. Die Binnenwirtschaft wird sich zunehmend uneinheitlich entwickeln: Dienstleistungen bleiben weiterhin stark nachgefragt, auch aufgrund des Nachholbedarfs nach zwei Jahren begrenzter Möglichkeiten. Auch die robuste Verfassung des Arbeitsmarktes stützt die Konsumnachfrage. Demgegenüber haben die gestiegenen Finanzierungskosten einen Rückgang in der Bautätigkeit und der Investitionsneigung der Unternehmen zur Folge.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.4%	2022: 2.3%
2023: 1.3%	2023: 1.2%

Neben der eingeleiteten Abkehr von der Negativzinspolitik kann die SNB den Inflationsdruck auch mittels erhöhter Toleranz gegenüber einer Aufwertung des Schweizer Frankens mindern. Gemäss einzelnen Modellen, insbesondere jenen, die sich an der Kaufkraftparität für Produktionspreise orientieren, ist der Franken aktuell deutlich unterbewertet. Der Landesindex der Konsumentenpreise besteht zu einem Viertel aus Importpreisen. Der Effekt niedrigerer Importpreise auf die Inflation kann also erheblich sein.

Japan Bitte öffnen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.5%	2022: 1.7%
2023: 1.6%	2023: 1.9%

Die japanische Regierung erhöhte jüngst ihre Deckelung für Einreisende weiter auf 20 000 pro Tag (vs. 3'500 im März). Dadurch dürfte der Tourismus wieder etwas an Schwung gewinnen, auch wenn ein Teil der höheren Quote rückreisenden Japaner/innen sowie Gastarbeitenden zugutekommt. Der öffentliche Druck auf Öffnungen nimmt zu, das gilt nicht nur für den Tourismus, sondern auch für die Wiedereröffnung von nuklearen Reaktoren zehn Jahre nach der Katastrophe in Fukushima. Gemäss einer Nikkei Umfrage geben 49% der Teilnehmenden an, dass die aktuelle Einreisebeschränkung zu strikt sei. Dieselbe Umfrage zeigt eine Zuspache von 53% für die Wiedereröffnung der Nuklearreaktoren aufgrund gestiegener Energiepreise und der Furcht vor einer Energieknappheit. Sowohl eine komplette Aufhebung der Einreiseeinschränkungen als auch eine schnelle Wiederinbetriebnahme der meisten Reaktoren bleiben jedoch unwahrscheinlich. Trotzdem konnte sich der Einkaufsmanagerindex (PMI) im Dienstleistungsbereich entgegen den Trends in anderen westlichen Volkswirtschaften weiter erholen, und die Auftragslage blieb robust. Die Dynamik in der Industrie schwächte sich gemäss Einkaufsmanagern weniger stark ab als anderswo, der PMI sank von 53.3 auf 52.7. Die Bestellungseingänge fielen jedoch leicht unter die 50er-Marke. Auch Japan kann sich der globalen Abschwächung nicht komplett entziehen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.0%	2022: 1.9%
2023: 1.0%	2023: 1.2%

Wie erwartet, verharrten die Gesamtinflation in Japan im Mai bei 2.5% und die Kerninflation bei 2.1%. Preise für Nahrungsmittel stiegen weiter an, während Energiepreise durch politische Eingriffe gedrosselt bleiben. Während sich die Yen-Schwäche fortsetzt und damit ein positiver Treiber der Inflation bleibt, könnten neue Subventionen im Tourismusbereich im Sommer zu tieferer Inflation führen.

China Holpriger Weg zur Besserung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.3%	2022: 4.3%
2023: 5.2%	2023: 5.2%

Nach dem zweimonatigen Lockdown in Shanghai, der Anfang Juni endete, befindet sich Chinas Wirtschaft auf dem Weg der Besserung. Hochfrequente Daten für den Monat Juni deuten auf eine deutliche Verbesserung der Wirtschaftsleistung hin. Mitte Juni erreichte der tägliche Stauindex in den fünf grössten Städten des Landes wieder das Niveau vor dem Lockdown, was auf eine bedeutende Verbesserung der Mobilitätssituation hindeutet. Weiter begannen im angeschlagenen Immobiliensektor die täglichen Immobilientransaktionen zuzunehmen, obschon sie noch immer unter dem Vorjahresniveau liegen. Das Schlusslicht bei der Erholung bleibt der Konsum. Die täglichen Autoverkäufe stiegen zwar leicht an, liegen aber weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Dies zeigt, dass die Konsumenten die Zukunftsaussichten der Wirtschaft mit Sorge betrachten und vor grösseren Anschaffungen zurückschrecken. Ein Grund für diese Zurückhaltung ist Chinas Null-Covid-Strategie. Die Wiedereröffnung Shanghais zum Beispiel ist mit verschiedenen Eindämmungsmassnahmen verbunden. Nebst diversen Orten wie Restaurants, die geschlossen bleiben, werden bei positiven Covid-Fällen die entsprechenden Stadtviertel wieder abgeriegelt. Solange der Null-Covid-Ansatz bestehen bleibt, wird der Weg der wirtschaftlichen Erholung entsprechend ein holpriger sein.

Inflation

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

Die Inflationsrate in China blieb im Mai mit moderaten 2.1% gegenüber dem Vormonat unverändert. Insbesondere die Kerninflation und die Dienstleistungsinflation waren mit 0.9% bzw. 0.7% sehr niedrig und spiegeln die schwache Nachfrage angesichts des bis in den Mai hinein verlängerten Lockdowns in Shanghai wider.

Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



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



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com

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

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

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



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

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

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 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.