

# **Marktbericht erstes Quartal 2023**

Wachstumsschwäche und  
hohe Inflation

**Marktbericht erstes Quartal 2023**

Wachstumsschwäche und hohe Inflation

**Wirtschaftliche Entwicklung**

- Die Inflation ist nur leicht rückläufig und zwingt Zentralbanken, die Zinsen noch weiter anzuheben.
- Rezessionen in Europa und Nordamerika sind wahrscheinlich, wobei das Wachstum im Euroraum am stärksten einbrechen dürfte.

**Finanzmärkte**

- Die Volatilität bleibt hoch, denn die Kurse an den Aktienmärkten reflektieren die Risiken für das Wirtschaftswachstum noch nicht vollständig. Die Zinsen dürften noch etwas weiter ansteigen.
- Selektivität ist und bleibt entscheidend. Die Gewinnmargen von Unternehmen mit wenig Preissetzungsmacht stehen am stärksten unter Druck.

**Risiken**

- Geopolitische Risiken sind nur schwer berechenbar. Eine weitere Eskalation des Kriegs in der Ukraine wäre stark inflationär und wachstumsbremsend.

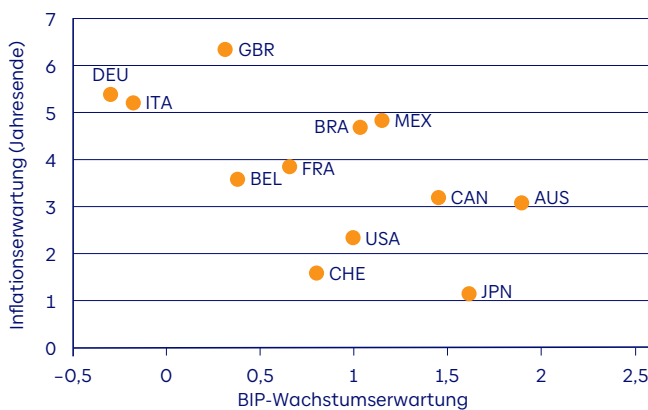
**Weltwirtschaft: Europas Stagflation**

Der Ausblick für das Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 ist getrübt. Die hohe Inflation führt zu schrumpfenden Reallohnen und schwächt somit mittelfristig die Nachfrage. Gleichzeitig sind Haushalte und Unternehmen mit höheren Finanzierungsbedingungen konfrontiert. In Europa belastet die Unsicherheit rund um den Krieg in der Ukraine und die Energiekrise das konjunkturelle Umfeld zusätzlich.

Vorlaufende Konjunkturindikatoren, wie z.B. der globale Einkaufsmanagerindex, welcher im Dezember bei 48,2 Punkten lag, bestätigen den Trend hin zu einer nachlassenden Wachstumsdynamik. Als Folge rechnen Analysten mit einer Wahrscheinlichkeit von 80 Prozent, dass der Euroraum in den nächsten 12 Monaten in eine Rezession gerät.

**Stagflation im Euroraum**

IMF-Prognosen für 2023



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 09.01.2023

**Inflation**

Wir erwarten einen Rückgang der Inflationsraten im Verlauf des Jahres. Dieser dürfte aber nur graduell erfolgen, sodass auch Ende 2023 die Teuerung vielerorts noch über den Zielen der Zentralbanken liegen wird. Folgende drei Argumente begründen diese Erwartung:

- Die **Energie- und Lebensmittelpreise** dürften aufgrund der Wirtschaftsabschwächung rückläufig sein. Zu beachten ist hierbei, dass auch bei einer Preisstabilisierung die Teuerung fallen würde, da diese jeweils das Preiswachstum abbildet.
- Die Situation bei den **Material- und Lieferengpässen** hat sich zwar verbessert, ist aber noch nicht komplett gelöst. Kurzfristig schränken Chinas Abschied von der Null-Covid-Politik und der dadurch bedingte Anstieg der Neuinfektionen die lokale Produktionskapazität erneut ein.
- Aktuell **historisch tiefe Arbeitslosenquoten** in Europa und den USA dürften verhindern, dass die Kerninflation rasch einbricht.

Die Prognoseunsicherheit in Bezug auf die Inflationsentwicklung ist hoch. So könnte eine geopolitische Eskalation die Rohstoffpreise und somit die Inflation noch weiter in die Höhe treiben.

Als Fazit sind deutlich tiefere Wachstumsraten und nach wie vor erhöhte Inflation zu erwarten. Aufgrund der geo- und energiepolitischen Risiken dürfte sich die Stagflation im Euroraum am stärksten bemerkbar machen.

**Zahlen im Überblick, in Prozent gegenüber Vorjahr**

		2022	2023
Schweiz	BIP-Wachstum	2,0%	0,6%
	Inflation*	3,0%	1,7%
USA	BIP-Wachstum	1,9%	0,3%
	Inflation**	5,7%	2,8%
Eurozone	BIP-Wachstum	3,3%	-0,1%
	Inflation*	10,3%	3,5%
China	BIP-Wachstum	3,0%	4,8%
	Inflation*	2,1%	2,2%

\* Jahresendwert. \*\* Gemessen am Konsumdeflator.

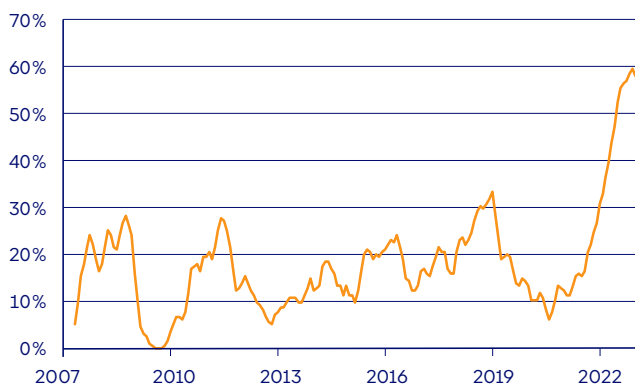
Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 10.01.2023

**Geldpolitik: Noch nicht am Ende des Zinserhöhungszyklus angelangt**

Im Jahr 2022 kam es angesichts der historisch hohen Inflation weltweit zu einer starken geldpolitischen Straffung. Im letzten Quartal 2022 erhöhten 38 von 65 Zentralbanken mind. einmal ihre Leitzinsen. Einen derartigen regional breit abgestützten Zinserhöhungszyklus gab es seit 2007 nicht mehr.

**Leitzinserhöhungen**

Anteil Zentralbanken, welche mind. einmal in den letzten drei Monaten die Zinsen anhoben



Datenbasis: 65 Zentralbanken weltweit

Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 10.01.2023

Die **US-Notenbank** (Fed) erhöhte den Leitzins im letzten Jahr um 425 Basispunkte (BP). So stark und so schnell wurden die Zinsen zuletzt Anfang der 80er-Jahre angehoben. Wir erwarten, dass die Fed die geldpolitischen Zügel weiter strafft, bis ein Leitzins von 5,0 Prozent bis 5,25 Prozent erreicht wird. Am amerikanischen Arbeitsmarkt zeichnet sich eine allmähliche Abkühlung ab. Der Trend zusätzlicher neu geschaffener Arbeitsplätze ist zwar rückläufig, jedoch weiterhin positiv und dies ist in unseren Augen entscheidend. Entsprechend sehen wir

keinen signifikanten Anstieg der US-Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten und ein rascher Rückgang der Inflationsrate erscheint damit wenig realistisch.

Gleichzeitig soll die Bilanzsumme der Fed weiter verringert werden. Im letzten Jahr wurde diese bereits um über USD 400 Mrd. reduziert. Im Verhältnis zum US-BIP liegt die Bilanz mit 34 Prozent deutlich höher als noch vor der Pandemie (18 Prozent). So soll auch 2023 die Bilanz monatlich um bis zu USD 95 Mrd. schrumpfen.

Ab März 2023 will auch die **Europäische Zentralbank** (EZB) die gehaltenen Wertpapierbestände schrittweise reduzieren. Die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit sollen nicht mehr vollumfänglich wieder angelegt werden, sodass bis zum Ende des zweiten Quartals 2023 die Bestände monatlich im Schnitt um EUR 15 Mrd. reduziert werden.

Das Hauptinstrument der EZB bleiben jedoch die Leitzinsen. Hierzu meinte EZB-Chefin Christine Lagarde, dass, um die Inflation in den Griff zu kriegen, die Zentralbank über die nächsten Monate «die Zinsen weiter deutlich anheben wird». Entsprechend ist im Euroraum im ersten Halbjahr weiterhin mit stetigen Zinserhöhungen zu rechnen.

In der Schweiz erwarten wir im März 2023 einen Leitzinsschritt seitens der **Schweizerischen Nationalbank** (SNB). Da die Teuerung in der Schweiz im internationalen Vergleich verhalten ist, dürften die Zinsen in der Schweiz weniger stark ansteigen als in den Nachbarländern. Die SNB ist auch zusätzlich bereit, Devisen zu verkaufen, falls dies nötig ist.

**Anleihen: Hohe Refinanzierungskosten werden zur Belastungsprobe**

**Rückblick:** Im letzten Monat des Jahres 2022 stiegen die Zinssätze nochmals deutlich an. Die Zinsstrukturkurve deutscher Bundesanleihen erfuhr eine Parallelverschiebung von fast +60 BP im Laufzeitbereich von 2 bis 10 Jahren. Am langen Ende stiegen die Zinsen nur geringfügig stärker, weshalb die Zinskurve flach blieb.

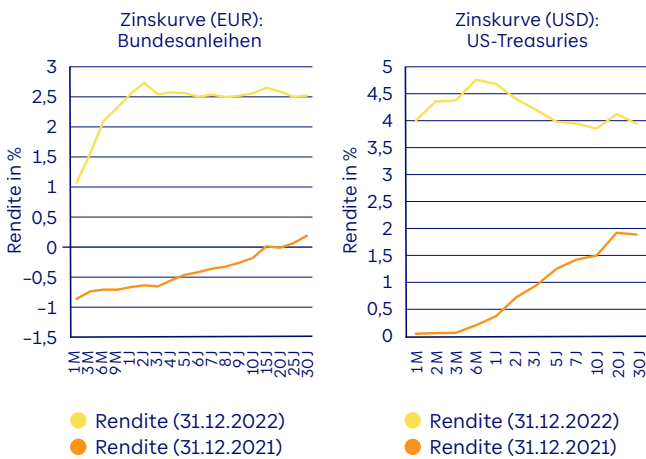
Hintergrund des Zinsanstiegs war weniger die vom Markt bereits erwartete Leitzinserhöhung der EZB um weitere 0,5 Prozentpunkte, sondern vielmehr die Ankündigung von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, dass das Ende der Zinserhöhungen noch nicht in Sicht sei.

Die US-Treasury-Zinskurve blieb auch am Ende des Jahres stark invertiert. Im Jahr 2022 schossen die Zinsen am kurzen Ende um mehr als 4 Prozentpunkte nach oben, während

die Zinsen am langen Ende der Kurve lediglich um etwas mehr als 2 Prozentpunkte zulegen (siehe Grafik).

Bei Unternehmensanleihen konnte man im vierten Quartal eine Bärenmarkt-Rally beobachten. Die Kreditaufschläge von Euro-Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich, gemessen am Bloomberg Pan European Aggregate Corporate Index, sanken von Anfang Oktober bis Ende Dezember um 55 BP. US-Dollar-Unternehmensanleihen derselben Kreditqualität fielen um immerhin 29 BP (Bloomberg US Aggregate Corporate Index).

**Entwicklung Zinsen**



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 10.01.2023

**Ausblick:** Vor dem Hintergrund von Inflationsraten deutlich über dem angestrebten Zielwert von durchschnittlich 2 Prozent erwarten wir, dass im Jahr 2023 sowohl die EZB als auch die Fed an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten werden.

Vor allem die steigenden Energiekosten werden die Inflation in der Eurozone weiter belasten. Der bisher milde Winter in Europa entschärft die angespannte Energiesituation zwar graduell. Für viele Haushalte werden sich die höheren Gaspreise aber erst mit Beginn des neuen Jahres materialisieren, da viele Energieversorger ihre Preise unterjährig nicht anpassen konnten und dies nun im Januar nachholen.

Angesichts der klaren Botschaft der Zentralbanken, an ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs festzuhalten, erwarten wir auch für 2023 ein Zinsniveau, welches deutlich über dem liegt, zu welchem sich Unternehmen in den vergangenen Jahren refinanzieren konnten. Dies wird insbesondere für Unternehmen mit geringen Margen, in Kombination mit hohem Refinanzierungsbedarf, zur Belastungsprobe werden.

Wenngleich das Inflationsniveau im Jahr 2023 sinken dürfte, wird es weiterhin auf einem relativ hohen Niveau bleiben. Unternehmen mit wenig Preissetzungsmacht erfahren damit zusätzlichen Druck auf ihre Margen.

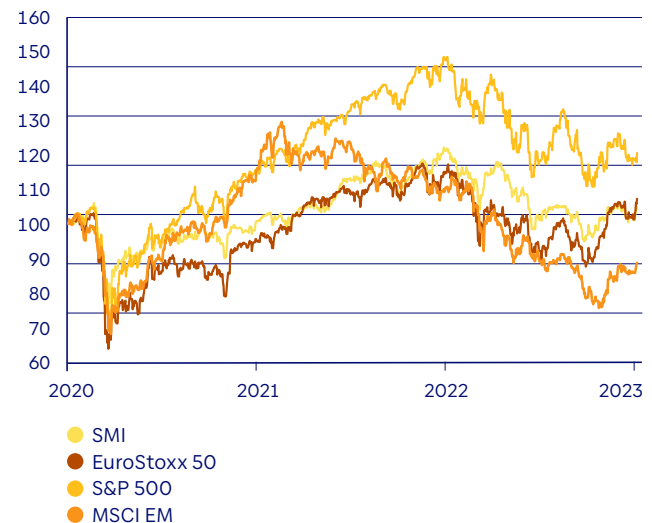
Ein grosser Unsicherheitsfaktor für die Entwicklung der Kreditaufschläge bleibt auch der Ukraine-Krieg, bei dem weitere Eskalationsstufen nicht auszuschliessen sind. Zusätzlich könnte der zuletzt in China zu beobachtende Wiederanstieg von Covid-19-Fällen erneut zu einem Stress-test für die internationalen Lieferketten werden. Aus diesen Gründen erwarten wir, dass sich die Kreditaufschläge nach dem jüngsten Rückgang wieder moderat erhöhen werden, dies gilt insbesondere bei Euro-Anleihen.

**Aktien: Rezession eingepreist?**

**Rückblick:** Das vierte Quartal war, wie die Vorquartale, von starken Kursschwankungen geprägt. Der zunehmende Optimismus der Anleger liess den Weltaktienmarkt von Anfang Oktober bis Ende November um über 15 Prozent ansteigen. Im Dezember machte sich erneut Unsicherheit bei den Investoren breit, als die Zentralbanken deutlich machten, dass der Kampf gegen die Inflation noch nicht zu Ende ist. Die Börsen fielen anschliessend wieder um über 4 Prozent.

Zum Ende des Jahres lag die Jahresperformance des EuroStoxx 50 bei -12 Prozent und die des SMI bei -17 Prozent. Die zwei Indizes liegen somit wieder ungefähr auf den Niveaus von Anfang 2020. Der S&P 500 und der MSCI Emerging Marketes Index, wo nach der Pandemie eine stärkere Erholung zu sehen war als in Europa, verloren im letzten Jahr hingegen 20 Prozent respektive 23 Prozent.

**Entwicklung Aktienmärkte**



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 09.01.2023

**Ausblick:** Die Inflations- und Zinsentwicklung dürfte die Börsen auch im ersten Quartal 2023 bewegen. Die Erwartungen an die Unternehmensgewinne für 2023 wurden zwar in den letzten Monaten etwas nach unten revidiert. Angesichts der Rezessionsrisiken und der weiter steigenden Zinsen Anfang 2023 ist jedoch zu befürchten, dass die aktuellen Erwartungen noch zu optimistisch sind. Aufgrund einer weiteren Revision der Gewinnerwartungen sehen wir ein erhöhtes Risiko für eine erneute Kurskorrektur an den Aktienmärkten in den nächsten Monaten.

Anlässlich der Zinswende haben Aktien als Anlageklasse auch wieder zunehmend Konkurrenz von Obligationen erhalten. So liegt die Rendite von globalen Investment-Grade-Anleihen erstmals seit 2009 wieder beinahe 3 Prozentpunkte über der Dividendenrendite des MSCI World Index. Innerhalb der Aktienanlagen ist eine differenzierte Betrachtung und Selektivität bei der Titelauswahl ratsam.

Im regionalen Vergleich bevorzugen wir, aufgrund seines defensiven Charakters, den Schweizer Markt gegenüber anderen Regionen. In Bezug auf Sektoren sind die Kommunikations- oder die IT-Branche in der Tendenz am stärksten unter Druck angesichts der höheren Zinsen und der steigenden Rezessionsrisiken. Resilienter in solchen Marktphasen zeigten sich in der Vergangenheit Titel aus dem Basiskonsumgüterbereich oder Gesundheitswesen.

**Währungen: Zinsdifferenzen kommen zum Zug**

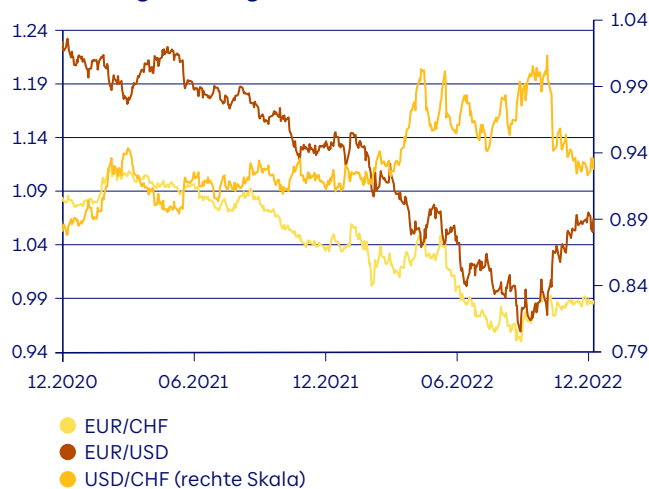
**Rückblick:** An den Devisenmärkten bestimmte bei den Industrieländern primär das unterschiedliche Zinserhöhungstempo der Notenbanken die Kursentwicklungen.

So dominierte die US-Dollar-Stärke die Devisenmärkte im letzten Jahr. Erst gegen Jahresende verlor dieser etwas an Wert, aber insgesamt gewann er gegenüber den Währungen der wichtigsten US-Handelspartner im letzten Jahr um über 8 Prozent an Wert.

Unter den Währungen der Industrienationen ist der japanische Yen einer der grössten Verlierer des Jahres. Anders als die westlichen Notenbanken erhöhte die japanische Notenbank die Leitzinsen 2022 nicht. Um den Kurszerfall einzudämmen, musste das japanische Finanzministerium mehrmals eingreifen. Der plötzliche Entscheid der japanischen Zentralbank, leicht höhere Zinsen für langfristige Anleihen zuzulassen, überraschte die Anleger und stärkte in der Folge den Yen. Per Ende Jahr lag der japanische Yen bei 131.12 pro US-Dollar, was aber immer noch einer Abwertung von 14 Prozent entspricht.

Auch der Euro zeigte im vergangenen Jahr, aufgrund der anfangs eher zögerlichen EZB und der Unsicherheit rund um die Energieversorgung, Schwäche. Nach dem Tiefpunkt im September konnte sich der Euro im vierten Quartal um 9 Prozent gegenüber dem US-Dollar und um 2,3 Prozent gegenüber dem Schweizer Franken aufwerten. Der Euro lag per Ende Jahr weiterhin unter der Parität zum Franken (CHF 0.98956).

**Entwicklung Währungen**



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 09.01.2023

**Ausblick:** Wir gehen davon aus, dass die US-Dollar-Stärke ihren Höhepunkt erreicht hat. Die Inflation im Euroraum und in England ist höher als in den USA. Anleger erwarten daher stärkere Zinserhöhungen in diesen Regionen als in den USA im ersten Halbjahr.

Die Energiekrise und eine allfällige geopolitische Eskalation in der Ukraine stellen jedoch bedeutende Risiken für den Euro dar. In diesem Umfeld profitiert der Schweizer Franken weiterhin als sicherer Hafen. Wir erwarten, dass der Euro-Franken-Kurs im ersten Quartal um die Parität handeln wird.

**Immobilien Schweiz**

**Rückblick:** Am 15. Dezember 2022 erfolgte der dritte Zinsschritt der SNB im Jahr 2022. Die Leitzinsen wurden um +50 BP auf 1 Prozent erhöht. Im Jahr 2022 erfolgten damit kumuliert Zinsschritte von +175 BP (von -0,75 Prozent auf 1,0 Prozent). Der letzte Zinsentscheid ist von den Finanzmärkten schon vor dem Entscheid weitgehend eingepreist worden. Dies lässt sich daran erkennen, dass unter anderem der SXI Real Estate Funds Broad Total Return Index nach dem Zinsentscheid vom 15. Dezember 2022 kaum wesentlich reagiert hat. Der Index schloss das Jahr 2022 bei 440,13 Punkten und damit mit einer Jahresperformance von -15,2 Prozent.

Auch im direkten Immobilienmarkt ist die Zinsentwicklung zunehmend spürbar. Die minimalen Diskontierungssätze für Mehrfamilienhäuser sind gemäss Angaben von Fahrländer Partner (Umfrage bei acht Bewertungshäusern) seit Mitte Jahr langsam, aber kontinuierlich am Steigen.

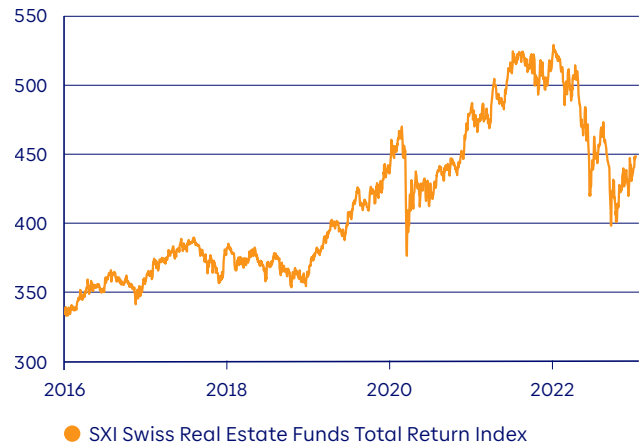
Im Schweizer Immobilienmarkt gibt es aber auch positive Signale, insbesondere bezüglich der Nachfrage nach Mietwohnungen. Einerseits hat die Zuwanderung im Jahr 2022 deutlich an Dynamik gewonnen. Der Wanderungssaldo der ständigen Wohnbevölkerung hat zwischen Januar und November 2022 gegenüber dem Vorjahr um 32,9 Prozent oder rund 19'000 Personen zugenommen gemäss Daten des Staatssekretariats für Migration SEM. Verglichen mit Europa hat die Schweiz demnach zuletzt als Wohn- und Arbeitsort an Attraktivität gewonnen.

Seit dem Jahr 2012 ist der Flächenbedarf pro Einwohner in der Schweiz gemäss dem Bundesamt für Statistik um 1,6 m<sup>2</sup> auf 46,6 m<sup>2</sup> gestiegen, was einer Zunahme von 3,6 Prozent entspricht. In den letzten drei Jahren (2019 bis 2021) ist die durchschnittliche Wohnfläche gar um mehr als 0,5 Prozent pro Jahr gestiegen, was sich positiv auf die Nachfrage nach Wohnraum auswirkt.

Das Interesse an Wohneigentum hat seit Mitte 2022 gemäss Daten von Realmatch360 deutlich abgenommen und befindet sich wieder ungefähr auf dem Niveau von vor der Covid-19-Pandemie. Das rückläufige Interesse an Wohneigentum dürfte eine Folge der gestiegenen Zinsen sein. Zudem führen die steigenden Fremdfinanzierungskosten dazu, dass der Erwerb von Wohneigentum zur Vermietung («buy-to-let») deutlich an Attraktivität eingebüsst hat und weiter einbüsst. Trotz dem reduzierten Interesse an Wohneigentum konnten bisher aber noch keine negativen Preisverschiebungen beobachtet werden. Wohnen in Mietwohnungen gewinnt gegenüber Wohneigentum jedoch wieder an Attraktivität, was sich positiv auf die Nachfrage nach Mietwohnungen auswirken dürfte.

Die Nachfrage nach Büroflächen hat sich zuletzt ebenfalls positiv entwickelt, dies ist die Folge des starken Beschäftigungswachstums wie auch von Nachholeffekten nach der Covid-19-Pandemie.

### Entwicklung Immobilienfonds Schweiz



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 10.01.2023

**Ausblick:** Die Zinsentwicklung wird auch im kommenden Quartal im Fokus von Immobilieninvestoren stehen. Die Einkommensrenditen der Liegenschaften dürften aber auch in den kommenden Monaten attraktiv bleiben. Wie oben beschrieben, erfährt die Nachfrage nach Mietwohnungen derzeit verschiedene positive Impulse. Diese dürften auch in naher Zukunft einen positiven Einfluss auf die Nachfrage nach Mietwohnungen ausüben. Die positiven Effekte auf die Nachfrage nach Mietwohnungen stehen einer verhaltenen Bautätigkeit gegenüber – die Baupreissteigerung, die höheren Zinsen wie auch die zunehmende Regulierung beeinflussen die Bautätigkeit negativ.

Der Büroflächenmarkt dürfte sich in den kommenden Monaten als Folge des reduzierten Wirtschaftswachstums eher wieder etwas abkühlen.

Generell ist positiv zu vermerken, dass die steigenden Zinsen auch ein gewisses Mietzinssteigerungspotenzial in den verschiedensten Sektoren ermöglichen (siehe [Marktbericht 4. Quartal 2022](#)).

#### Redaktion

**Melanie Rama**

Senior Economist, Investment Strategy  
melanie.rama@baloise.com

**Dominik Schmidlin**

Head Investment Strategy  
dominik.schmidlin@baloise.com

**Dominik Sacherer**

Portfoliomanager Fixed Income  
dominik.sacherer@baloise.com

#### Baloise Asset Management AG

Aeschengraben 21  
4002 Basel  
baloise.ch

#### Erscheinung

Viermal pro Jahr, Redaktionsschluss: 10. Januar 2023

#### Disclaimer

Baloise Asset Management AG übernimmt keine Gewähr für die verwendeten Kennzahlen und Performance-Angaben. Der Inhalt der Publikation beinhaltet Meinungen zur Marktentwicklung und dient ausschliesslich zu Informationszwecken und nicht zur Anlageberatung. Insbesondere stellen die Informationen in keiner Weise ein Kaufangebot, eine Anlageempfehlung oder eine Entscheidungshilfe in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen dar. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus einer Nutzung der Informationen entstehen könnten.

Die SIX Swiss Exchange AG (SIX Swiss Exchange) ist die Quelle des Swiss Market Index (SMI) und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem als auch aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen im SMI oder dessen Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt.