

# Wirtschaftsausblick 2023: Restriktive Geldpolitik hinterlässt Spuren

Economic Insights | 12. Januar 2023

Investment Strategy & Economic Research, Zürcher Kantonalbank

- Der konjunkturelle Ausblick bleibt aufgrund der hohen Inflation und der restriktiven Geldpolitik vorerst eingetrübt.
- In Europa, Australien und in vielen Schwellenländern erwarten wir in diesem Jahr eine Rezession.
- Die Inflation hat ihren Höhepunkt nun überschritten und wird in den kommenden Monaten deutlich abnehmen.
- In der zweiten Jahreshälfte ist deshalb mit einer moderaten globalen Wirtschaftserholung zu rechnen.

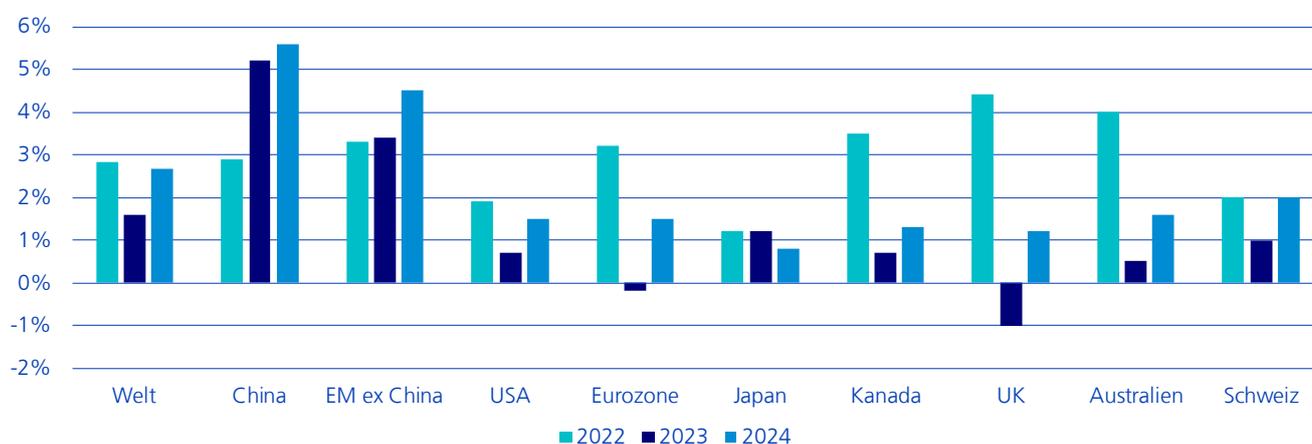
## Restriktive Geldpolitik hinterlässt Spuren

Martin Weder, Leiter Economic Research, Chefökonom

Die Notenbanken rund um den Globus haben als Reaktion auf die höchsten Inflationsraten seit über 40 Jahren ihre Leitzinsen im vergangenen Jahr rasch und markant angehoben. Im Dezember haben insbesondere die US-Notenbank Fed sowie die Europäische Zentralbank (EZB) nochmals klar festgehalten, dass die Preisstabilität weiterhin oberste Priorität genießt und in den kommenden Monaten weitere Zinserhöhungen folgen werden. Anders als an den Finanzmärkten werden sich die realwirtschaftlichen Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik erst 2023 in vollem Umfang bemerkbar machen. Die wichtigsten Vorlauf- und Stimmungskennindikatoren werden ihren Abwärtstrend deshalb noch einige Monate fortsetzen. In Europa, in vielen Schwellenländern sowie in Australien erwarten wir eine Rezession. In Nordamerika ist das Rezessi-

onsrisiko zumindest stark erhöht. Die Gewinnmargen der Unternehmen sind aufgrund der hohen Energiepreise und der steigenden Löhne unter Druck, weshalb sich auch die Lage am Arbeitsmarkt eintrüben wird. Die vergleichsweise milde Rezession und der anhaltende Fachkräftemangel lassen aber einen moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit erwarten. Auf globaler Ebene rechnen wir 2023 nur noch mit einem Wachstum von 1.6%. Im darauffolgenden Jahr dürfte die Weltwirtschaft mit 2.7% wieder ungefähr im Rahmen des langjährigen Durchschnitts expandieren. Bei der Inflation rechnen wir in allen Ländern und Regionen mit einem deutlichen Rückgang. Dafür sprechen auslaufende Basiseffekte im Energiebereich, die abnehmenden Lieferengpässe, die konjunkturelle Eintrübung und die restriktive Geldpolitik. Da die Inflation aber in den meisten Ländern auch Ende 2023 noch über dem jeweiligen Zielwert der Notenbank liegt, rechnen wir erst im Jahr 2024 mit bedeutenden Leitzinssenkungen.

Grafik 1: Wachstumsprognosen im Überblick: Markante Verlangsamung in den Industrieländern



Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Nordamerika: Schmalere Pfad zur weichen Landung

Christian Brändli, Senior Economist North America

In den USA rechnen wir im Jahr 2023 mit einer markanten Wachstumsverlangsamung. Eine kurze und milde Rezession ist nicht auszuschliessen, eine längere Periode mit einem schleppenden Wachstum halten wir aber für wahrscheinlicher. Das Wachstum der Konsum- und Investitionsausgaben lässt unter der Last der starken Zinserhöhungen nach, bricht aber nicht ein. Ein Grund, mit der Prognose einer Rezession zu zögern, sind die nach wie vor vorhandenen beträchtlichen Sparüberschüsse des privaten Sektors, die sich während der Pandemie durch Ausgabenverzicht und staatliche Unterstützungsleistungen angesammelt haben. Diese helfen die Auswirkungen der stark gestiegenen Zinsen auf Haushalte und Unternehmen weiterhin abzufedern. Zudem profitieren die US-Verbraucher im Jahr 2023 von anhaltenden Lohnzuwächsen, einem deutlichen Rückgang der Inflation und damit einem Anstieg der real verfügbaren Haushaltseinkommen. Die Inflation wird bis Ende 2023 unter 3% fallen. Die Wareninflation verlangsamt sich aufgrund der Entspannung der Lieferketten, voller Lager und einer schwächeren Nachfrage. Einen dämpfenden Effekt haben auch die Energiepreise. Gleichzeitig zeichnet sich mit dem Abwärtstrend bei den aktuellen Mietabschlüssen eine Verlangsamung der Mietinflation ab dem Frühjahr ab. Die grösste Unsicherheit besteht in Bezug auf die Entwicklung der Kerndienstleistungsinflation ohne Wohnen, die in starkem Masse durch die Entwicklung am Arbeitsmarkt und der Löhne bestimmt wird. Wir sehen aber auch hier zunehmend Anzeichen, die auf eine Mässigung des Lohnwachstums hindeuten. Die US-Leitzinsen werden ihren Höhepunkt knapp unter 5% erreichen. Dabei gehen wir davon aus, dass die Fortschritte bei der Inflation und der Abkühlung des Arbeitsmarktes schneller eintreten als gemeinhin

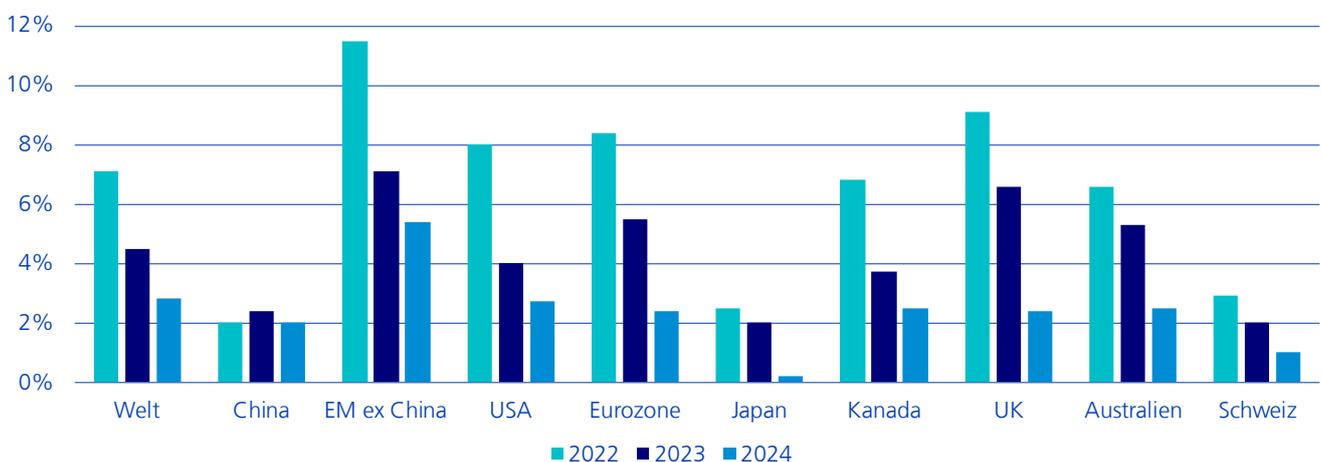
erwartet, sodass die US-Notenbank möglicherweise bereits an der März-Sitzung genügend Spielraum sehen wird, um weitere Zinserhöhungen auf Eis zu legen. Eine Lockerung der straffen Geldpolitik erwarten wir in diesem Fall nicht vor 2024. Bleibt die Inflation indes hartnäckiger und zwingt das Fed, den restriktiven Kurs länger beizubehalten, riskiert dieses eine übermässige Straffung der Finanzierungsbedingungen und eine harte Landung der Wirtschaft. In Kanada kommt das Wachstum rasch zum Stillstand und bleibt über das Gesamtjahr hinweg kraftlos. Aufgrund der hohen Verschuldung steigen die Kosten für den Schuldendienst und verengen den Ausgabenspielraum der Konsumenten erheblich. Der Abschwung am Häusermarkt hält an. Die hohe Abhängigkeit der Haushalte von den Zinssätzen in Verbindung mit dem schnellsten Zinserhöhungszyklus seit fast drei Jahrzehnten erhöht die Risiken für die Finanzstabilität und von Verwerfungen am Immobilienmarkt. Der Spielraum für die Bank of Canada bei der Straffung der Geldpolitik ist deshalb bereits weitgehend ausgeschöpft.

## Europa: Hohe Inflation trotz milder Rezession

Martin Weder, Leiter Economic Research, Chefökonom

In der Eurozone und in Grossbritannien rechnen wir aufgrund der ausgesprochen hohen Inflation, der Energieknappheit sowie der stark gestiegenen Zinsen über die Wintermonate mit einer Rezession. Umfangreiche Fiskalpakete zur Abfederung der höheren Energiepreise sowie der immer noch hohe Auftragsbestand der Firmen sprechen aber zumindest für eine vergleichsweise milde Rezession. Für das Gesamtjahr 2023 rechnen wir mit einem BIP-Rückgang von 1% in Grossbritannien und 0.2% in der Eurozone. Dementsprechend prognostizieren wir auch nur einen moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit. Ab Mitte 2023 rechnen wir in der Eurozone mit einem

Grafik 2: Inflation wird 2023 in allen Ländern und Regionen wieder abnehmen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

verhaltenen Aufschwung. In Grossbritannien wird die Rezession aufgrund des Anstiegs der staatlich administrierten Preise für Gas und Strom im April 2023 hingegen länger andauern. Dementsprechend bildet sich auch die Inflation weniger rasch zurück als im Rest der Welt. Die Inflation sehen wir im kommenden Jahr bei durchschnittlich 6.6% in Grossbritannien und 5.5% in der Eurozone. Das Ziel der Preisstabilität von 2% liegt damit immer noch in weiter Ferne, weshalb die Notenbanken unverändert an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten werden. Den Leitzins sehen wir in Grossbritannien bis im März 2023 auf 4.25% steigen. In der Eurozone erwarten wir einen Anstieg des Leitzinses bis auf 3.50%.

### **Schweiz: Vergleichsweise gedämpfte Entwicklung**

*David Marmet, Chefökonom Schweiz*

Der Schweizer Aussenhandel wird im ersten Halbjahr 2023 nur einen geringen Beitrag zum Wirtschaftswachstum beisteuern. Als exportorientierte Nation spürt die Schweiz die rezessiven Tendenzen im nahen Ausland. Die Binnensektoren vermögen indes zu stützen, nicht zuletzt aufgrund der weiterhin starken Nettozuwanderung. Das Beschäftigungswachstum flacht ab, die Arbeitslosenrate steigt leicht an. Insgesamt prognostizieren wir ein BIP-Wachstum für 2023 von 1%. Der Abschwung dürfte also im Vergleich zum nahen Ausland moderat vonstattengehen. Ähnliches lässt sich für die Inflation festhalten. So war der Preisanstieg vergleichsweise gedämpft. Aufgrund des Energiemix und des hohen Anteils an administrierten Preisen im Konsumentenpreisindex wird auch der Preisrückgang gedämpft ausfallen. Bereits in den ersten Monaten des Jahres wird die Inflationsrate unter 3% fallen, die Jahresinflation sehen wir mit 2% aber an der oberen Grenze der Zielinflation der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Entsprechend rechnen wir mit weiteren Zinsschritten der SNB und sehen den Leitzins ab dem Frühjahr bei 1.5%.

### **China: Bessere Aussicht unter neuem Covid-Regime**

*Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets*

Die Abkehr von der knapp dreijährigen Zero-Covid-Strategie Chinas ist abrupt und unkontrolliert erfolgt. Es blieb kaum Zeit für die medizinische Aufrüstung, und die Kehrtwende im Narrativ über die Letalität des Virus vollzog die Regierung in lediglich einer Woche. Da nicht mehr flächendeckend getestet wird, sind die offiziellen Fallzahlen mittlerweile stark gesunken. Effektiv rollt derzeit aber eine Welle an Neuinfektionen über das Land. Die Angst vor einer Ansteckung wird die Konsumenten

vorerst vorsichtig agieren lassen. Diese Selbstrestriktion sowie weitreichende Arbeitsausfälle bremsen die Erholung im 1. Quartal. Doch starke Aufholeffekte hellen im 2. und teilweise auch im 3. Quartal den Wachstumsausblick auf. Davon profitieren insbesondere kontaktnahe Dienstleistungen sowie der Bereich Transport und Logistik. Von einer graduellen Zunahme der Auslandsreisen gehen wir ab Mitte Jahr aus. Der noch immer stark angeschlagene Immobiliensektor wird sich im Jahresverlauf ebenfalls erholen. Dank der jüngsten Stützungsmaßnahmen rechnen wir mit einer baldigen Stabilisierung der Immobilienverkäufe. Die für das Wachstum relevante Bautätigkeit der Immobilienentwickler dürfte mit einiger Verzögerung aber erst im 2. Halbjahr wieder anziehen. Für 2023 erwarten wir daher insgesamt eine relativ kräftige Wachstumsbeschleunigung auf 5.2%. Die Abkehr von der Zero-Covid-Strategie führt aufgrund der geringen Überschussersparnisse und des schwachen Arbeitsmarkts allerdings nur temporär zu einem stärkeren Preisanstieg. Die Inflation klettert 2023 deshalb lediglich auf moderate 2.4%. Während die chinesische Zentralbank die Erholung im 1. Halbjahr noch mittels Liquiditätssteuerung und impliziten Vorgaben stützen wird, rechnen wir ab Jahresmitte mit einer allmählichen Normalisierung der Geldpolitik.

### **Schwellenländer ex China: Erste Zinssenkungen**

*Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets*

Während die Zentralbanken in den Schwellenländern im vergangenen Jahr die Geldpolitik auf aggressivste und äusserst synchrone Weise seit Beginn der Inflationssteuerung gestrafft haben, legen die meisten Währungshüter derzeit eine Zinspause ein. Die Wirkung der geldpolitischen Straffung setzt denn auch üblicherweise erst verzögert ein, sodass wir auch in Anbetracht der nachlassenden Exportnachfrage im Zuge der globalen Konjunkturabkühlung erwarten, dass die meisten Schwellenländer in den kommenden Monaten in eine milde Rezession fallen werden. Obwohl die Inflation in vielen Ländern mittlerweile den Höhepunkt überschritten hat, notiert sie 2023 weitgehend über den jeweiligen Zielwerten. Die schwächere Nachfrage sowie günstige Basiseffekte sorgen bis im Frühling jedoch für einen breit abgestützten Teuerungsrückgang. Dieser wiederum induziert einen Realzinsanstieg, sodass die Zentralbanken trotz der anhaltend restriktiven US-Geldpolitik erste Zinssenkungen im Jahresverlauf vornehmen können, um das Wachstum zu stützen. Wir rechnen 2023 lediglich mit einem Wachstum von 1.7% in den Schwellenländern (exkl. China, nach Bruttoinlandsprodukt gewichtet). Die Wachstumsabschwächung

dürfte dabei einigermaßen gleichmässig über alle Regionen verteilt ausfallen. Die Inflation wiederum verlangsamt sich 2023 auf 7.1%. Den grössten Beitrag liefert hierbei Osteuropa aufgrund der aktuell zweistelligen Inflationsraten. Aber auch in Lateinamerika dürfte der Teuerungsrückgang beträchtlich sein. In Asien hingegen sind die Konsumentenpreise nicht im gleichen Ausmass angestiegen, weshalb auch der Rückgang überschaubarer ausfällt.

### **Japan und Australien: Markanter Abschwung**

*Sascha Jucker, Senior Economist Asia Pacific*

Auch im pazifischen Raum wird das Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 deutlich nachlassen. Im internationalen Vergleich steht Japan besser da, weil eine verhältnismässig überschaubare Inflation den Kaufkraftverlust der Bevölkerung in Grenzen hält und die Bank of Japan folglich nicht auf die Bremse treten muss. Bis und mit März wird Notenbank-Chef Kuroda die expansive Geldpolitik fortführen. Da seine Nachfolge erst im Februar bekannt gegeben wird, kann über die japanische Geldpolitik nach Kuroda aktuell nur spekuliert werden. Bis zur Stabsübergabe dürfte die Inflation allerdings wieder Richtung Notenbankziel sinken und die Wirtschaft stagnieren, was eine Straffung der Geldpolitik erschwert. In Australien haben die während der Pandemie geschlossenen Grenzen zu einem Migrationsstopp, einem Mangel an qualifizierten Fachkräften und einem ausgetrockneten Arbeitsmarkt geführt. Dies befeuerte in Kombination mit den Versorgungsengpässen die Inflation, welche erst im Jahresverlauf abflachen wird. Die Zentralbank reagierte mit dem markantesten Zinsstraffungszyklus in ihrer Geschichte. Die australische Bevölkerung wird die höhere Zinslast zu spüren bekommen und den Gürtel enger schnallen müssen. Dies wird dem Privatkonsum einen heftigen Dämpfer versetzen und die Notenbank zu ersten Zinssenkungen im 2. Halbjahr zwingen. Eine milde Rezession wird sie damit aber kaum verhindern können.

## Kontakt



Dr. Martin Weder, Head of Economic Research, Chefökonom  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 61



Christian Brändli, Senior Economist North America  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 21 57



Sascha Jucker, Senior Economist Asia Pacific  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 43



Dr. David Marmet, Chefökonom Schweiz  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 45 40



Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 49

## Rechtliche Hinweise

Marketinginformation – Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einer spezifischen Person. Die Informationen sind vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen zu überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird empfohlen, sich von Fachpersonen beraten zu lassen.

Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Zürcher Kantonalbank behält sich vor, Dienstleistungen, Produkte und Preise jederzeit ohne vorgängige Ankündigung zu ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegen auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Ohne schriftliche Genehmigung der Zürcher Kantonalbank dürfen dieses Dokument oder Informationen daraus nicht vervielfältigt oder weitergegeben werden. ESG-Informationen ©2023 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Genehmigung. Weitere rechtliche Informationen zu MSCI ESG Rating sehen Sie in den Anlageinformationen unter [zkb.ch/handel](http://zkb.ch/handel).

© 2023 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.