

August 2022

Zinsen und Anleihen

Bodenbildung oder weiteres Leid?

USA

- Trotz höherer Inflationszahlen sanken die Renditen zehnjähriger US-Treasuries im Juli um über 30 Basispunkte (BP), weil schwache Wirtschaftsdaten und sinkende Rohstoffpreise signalisieren, dass der Inflationshöchststand bald erreicht werden könnte und das Wirtschaftswachstum abflaut.
- Der Markt preist weiterhin einen früheren Höchststand des Fed-Leitzinses und danach aggressivere Zinssenkungen ein; für 2023 wurde bereits eine Reduktion um 50 BP eingepreist.

Eurozone

- Die EZB erhöhte die Zinsen erstmals seit über zehn Jahren, aber die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen sanken wegen schwacher Wirtschaftsdaten und Rezessionsängsten bezüglich der Energiekrise in Europa um 50 BP.
- Die Ankündigung des neuen Anti-Fragmentierungsinstrumentes der EZB, das Transmission Protection Instrument (TPI), half nicht, den Spread zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen einzudämmen, der im Juli infolge von Mario Draghis Rücktritt um 40 BP anstieg.

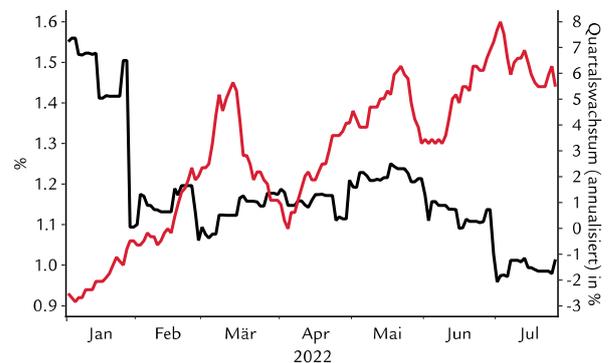
Vereinigtes Königreich

- Im Juli sanken die Renditen britischer Staatsanleihen beim Zehn-Jahres-Punkt um über 30 BP, die zweijährigen Renditen um rund 10 BP.
- Trotz der Konjunkturabschwächung halten die Märkte einen Zinsschritt von 50 BP im August durch die Bank of England für wahrscheinlicher als einen von 25 BP.

Schweiz

- Eine Verflachung der Zinskurve infolge globaler Rezessionsängste war auch in der Schweiz zu beobachten. Der Spread zwischen den Renditen zweijähriger und zehnjähriger Staatsanleihen verengte sich um rund 50 BP.
- Nach einer ersten aggressiven Leitzinserhöhung um 50 BP durch die SNB erwarten die Märkte nun einen sehr verhaltenen Zinsanhebungszyklus.

USA: Konjunkturabkühlung und weitere Kreditspannen



— US-Investment-Grade-Kreditspanne, links
— Atlanta Fed GDPNow (US GDP «Nowcaster»), rechts

Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Laut Zentralbankern und Politikern sind die Wirtschaft und die Konsumenten in den Industrieländern gesund und die Unternehmensbilanzen solide. Eine Verschlechterung der Finanzbedingungen sei deshalb verkräftbar. Es ist ein Mantra, das in den letzten Monaten oft aufgetaucht ist und gleich in Erinnerung bleiben dürfte wie die «vorübergehende Inflation». Die Einkaufsmangerindizes fielen derweil unter 50, was auf eine Kontraktion des Produktionssektors hindeutet, und die Konsumentenstimmung ist angesichts der steigenden Inflation und des negativen realen Lohnwachstums seit einiger Zeit schlecht. Die Unternehmensgewinne gingen im zweiten Quartal in den USA und Europa um 6% bzw. 41% zurück und das US-BIP schrumpfte im 1. Halbjahr 2022. Doch der Höhepunkt der Inflation ist noch nicht einmal erreicht, und die Märkte preisen für die Fed und die EZB bis Jahresende weitere Leitzinserhöhungen um 90 BP bzw. 100 BP ein, während die Zentralbankbilanzen schrumpfen. So dürfte es in den Märkten keine dauerhafte Bodenbildung geben, insbesondere in einer geopolitisch schwierigen Zeit. Sogenannte «Bärenmarkt-Rallys» sind zwar üblich und können einige Zeit andauern, aber die Kreditspannen dürften sich wieder ausweiten. Die Renditen auf Staatsanleihen haben den Höchststand wohl bereits gesehen, aber angesichts des jüngsten Rückgangs könnten die Renditen kurzfristig steigen.

Aktien

Erholung im Juli

USA

- Nach einem schwierigen Juni zog der US-Aktienmarkt im Juli an, bleibt aber seit Jahresbeginn 16.6% im Minus (alle Zahlen dieser Spalte per 25. Juli).
- Die Berichtssaison entspricht bis auf wenige Ausnahmen den Erwartungen. Viele Firmen wurden für die kommenden Quartale pessimistischer.
- Für 2022 und 2023 wird ein Gewinnanstieg von 5 bis 10% erwartet. In Rezessionen sinken die Gewinne jedoch im Mittel um ca. 15% (siehe Hauptartikel). Die Marktbewertung spiegelt daher noch nicht einmal das Risiko einer leichten Rezession wider.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone rentierte im Juli positiv und verlor seit Jahresbeginn 15.2%.
- Die Bewertung ist attraktiv, aber der Ukrainekrieg und die politische Situation in Italien hemmen den Markt stark. Die EUR-Abschwächung stärkt die Wettbewerbsfähigkeit, erhöht aber auch die Preise für importierte Güter.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt 2022 der mit Abstand beste Performer. Seit Jahresbeginn legte er 3.0% zu und die Juli-Rendite war positiv, wenn auch unter dem globalen Durchschnitt.
- Der britische Markt ist mit einem erwarteten KGV von ca. 10 und einer Dividendenrendite von 4.1% nach wie vor am tiefsten bewertet.

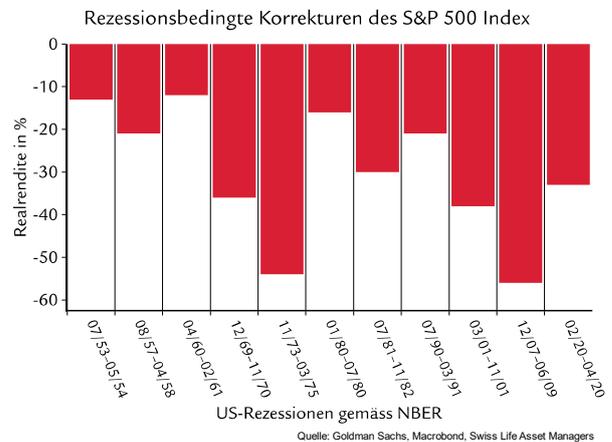
Schweiz

- Der Markt hat im Juli bisher zugelegt. Die Entwicklung seit Jahresbeginn bleibt jedoch mit -12.8% negativ. Insgesamt entwickelte sich der Schweizer Markt seit Jahresbeginn besser als die USA und Europa, aber schlechter als Grossbritannien und Japan.
- In der Folge wurde die Bewertung attraktiver und einige Indexschwergewichte können nun zu Niveaus gekauft werden wie seit vielen Jahren nicht mehr.

Schwellenländer

- Für die Schwellenländer war der Juli negativ. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -18.1%.
- Schwache Wirtschaftsdaten und negative Meldungen aus dem Immobiliensektor Chinas belasteten den Markt im Juli. Doch China setzt nun fiskal- und geldpolitische Impulse. Ohne weitere Lockdowns hat der Markt ein sehr attraktives Bewertungs- und Aufholpotenzial, obwohl die Risiken gross bleiben.

Aktienkorrektur von durchschn. 30% bei US-Rezessionen



Der US-Aktienmarkt korrigierte seit dem Peak um über 20% und befindet sich daher in einem Bärenmarkt. Historisch gesehen treten Bärenmärkte meist um eine Rezession herum ein. Gemäss unserem Ausblick, der eine US-Rezession 2023 enthält, dürfte dies auch diesmal so sein. In den elf rezessionsbedingten Korrekturen seit dem Zweiten Weltkrieg verlor der US-Aktienmarkt inflationsbereinigt im Mittel 30% (siehe Grafik). Somit liegt der aktuelle Rückgang nahe am historischen Durchschnitt. Den stärksten Verlust (-56%) gab es in der Finanzkrise 2007-2009, den geringsten in der Rezession von 1960 (-12%). Die Unternehmensgewinne sanken durchschnittlich nur um ca. 15% und der Aktienmarkt begann i. d. R. rund sieben Monate vor Beginn der Rezession zu sinken. Der Zeitraum vom Höchst- bis zum Tiefststand betrug im Mittel ca. 14 Monate. In den vier Quartalen nach Ende der Rezession stiegen die Gewinne durchschnittlich um 17%, d. h., die Gewinne erholten sich innerhalb eines Jahres wieder auf das Vor-Rezessionsniveau. Die derzeitige Lage ist in mehrfacher Hinsicht speziell. Erstens befinden wir uns in einem Zinsanhebungszyklus mit den höchsten Inflationsraten seit über 40 Jahren. Zweitens erwarten Analysten für 2023 einen Gewinnanstieg, und die Margen dürften auf Rekordhöhen verharren. In der Vergangenheit sanken die Margen jedoch bei einer Rezession um mehrere Prozentpunkte. Die aktuelle Bewertung der Aktienmärkte liegt im oder leicht unter dem historischen Durchschnitt, aber immer noch klar über früheren Bärenmarkt- und Rezessionstiefs. Dies beschränkt aktuell das Aufwärtspotenzial für Aktien, obwohl eine temporäre Rally möglich ist, wenn sich die Zinserwartungen ändern oder die geopolitischen Spannungen nachlassen.

Währungen

Ende der EUR-Schwäche nicht in Sicht

USA

- Der USD war im Juli wiederum stark und wertete vs. die meisten Industrieländerwährungen auf, ausser gegenüber Währungen grosser Rohstoffexporteure (CAD, AUD oder NOK).
- Der USD profitierte von steigenden Zinsen entlang der Zinskurve, da die Finanzmärkte in vielen Ländern, v. a. in Europa, ihre geldpolitischen Erwartungen revidierten.
- Das Fed dürfte bei der Inflationsbekämpfung stärker engagiert bleiben als seine Pendanten in Europa und Japan. Deshalb erwarten wir für den nächsten Monat einen stärkeren USD.

Eurozone

- Von den Industrieländerwährungen wies der EUR handelsgewichtet die mit Abstand schwächste Juli-Performance auf (-2.7%).
- Zunehmende Rezessionsrisiken wegen der europäischen Energiekrise und die politische Unsicherheit in Italien dürften in den kommenden Wochen zu einem noch tieferen EUR/USD-Wechselkurs führen.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP blieb vs. USD im Juli unverändert, wertete aber vs. EUR auf.
- Die eingehenden Wirtschaftsdaten fielen besser aus als erwartet und die Inflation bleibt sehr hoch. Dies dürfte zu einer rascheren Straffung der Geldpolitik durch die Bank of England führen als bisher erwartet. Wir änderten unsere Sicht auf GBP/USD von negativ zu neutral.

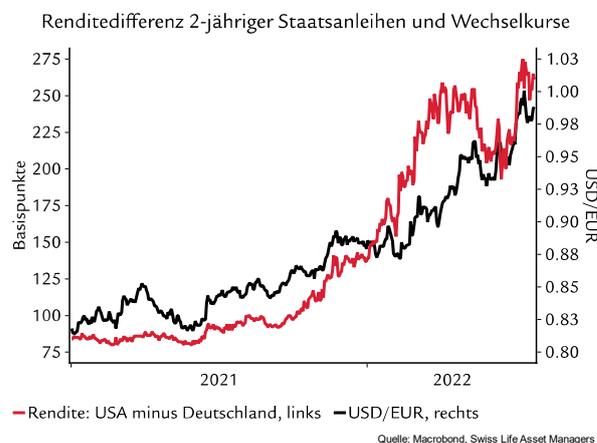
Schweiz

- Der CHF wertete im Juli handelsgewichtet 1.4% auf. EUR/CHF fiel auf ein neues Allzeittief.
- Bei diesen Niveaus ändern wir unsere Sicht auf EUR/CHF von negativ zu neutral.

Japan

- Der ungebrochene Aufwärtstrend von USD/JPY machte im Juli eine Pause, wobei der Wechselkurs zwischen 135 und 140 schwankte.
- Die Bank of Japan hält an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik fest, was im kommenden Monat für weitere JPY-Schwäche sorgen könnte, weil sich die Zinsdifferenzen v. a. vs. USA weiter ausweiten dürften.

Renditedifferenz zwischen USA und Europa als Wegweiser



Wie die SNB im Vormonat überraschte auch die EZB am 21. Juli mit einer Leitzinsanhebung um 50 BP, wobei 25 BP erwartet worden waren. EZB-Präsidentin Lagarde nannte in der Pressekonferenz nach der Sitzung zudem den Euro einen zusätzlichen Inflations-treiber, was auf Unruhe im EZB-Rat aufgrund der starken Euro-Abwertung seit Jahresbeginn hindeutet. Derweil verlief die Juli-Sitzung des FOMC ereignislos und das Fed vollzog die von den Märkten erwartete Anhebung um 75 BP.

Perfekte Bedingungen für eine Erholung des EUR vs. USD? Nicht wirklich. EUR/USD verharrte in der zweiten Monatshälfte beinahe auf Paritätsniveau. Der USD dürfte in den nächsten Wochen vs. EUR, JPY und CHF aufwerten. Wie in den Vormonaten dürfte die Zinsdifferenz («Carry») der wichtigste Treiber der USD-Stärke bleiben (siehe Grafik). Trotz der positiven Überraschung durch die EZB bezweifeln die Märkte aufgrund der grossen Rezessionsrisiken als Folge der europäischen Energiekrise immer noch, ob die EZB einen signifikanten Zinsanhebungszyklus vollziehen kann. Wir stimmen zu, glauben aber, dass die Finanzmärkte das Ausmass des US-Zinsanhebungszyklus immer noch etwas unterschätzen: Das Fed muss womöglich mehr Zinsschritte vornehmen als derzeit erwartet, um den hohen Inflationsdruck zu bekämpfen. Daher könnte das Carry, das bereits für den USD spricht, kommenden Monat sogar noch steigen und den USD stützen. Nachdem EUR/CHF das Paritätsniveau im Juni und Juli durchbrochen hat, sind wir nun neutral eingestellt.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Product Specialist
Equity and Multi Asset
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



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

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

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

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.