

Juli 2022

Zinsen und Anleihen

«Shock & awe»

USA

- Die Renditen von US-Staatsanleihen erlebten im Juni eine Achterbahnfahrt, nachdem die zehnjährige Rendite aufgrund unerwartet hoher Inflationsszahlen um über 60 BP auf 3.5% angestiegen war, um gegen Monatsende wieder zu sinken. Aufgrund des sich verschlechternden Konjunkturausblicks weiteten sich die Kreditspannen um 18 BP aus.
- Das Fed überraschte die Märkte mit einem grossen Zinsschritt von 75 BP im Juni, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Die Märkte erwarten, dass die Leitzinsen Anfang 2023 bei 3.5% ihren Höhepunkt erreichen werden, gehen aber von Zinssenkungen für die zweite Hälfte 2023 aus, da Wirtschaftswachstum und Inflation abflauen dürften.

Eurozone

- Die Kreditspannen weiteten sich infolge schwächerer Fundamentaldaten und abnehmender technischer Unterstützung durch die Zentralbanken stark um 38 BP aus. Auch die Zinsen stiegen deutlich.
- Trotz anziehender Inflation bleibt die EZB bei ihrem ursprünglich kommunizierten Pfad zur Einstellung der Anleihenkäufe und zur Anhebung der Zinsen ab Juli. Wegen der stark steigenden Renditen italienischer und griechischer Staatsanleihen arbeitet die EZB an einem Anti-Fragmentierungsinstrument, um zu verhindern, dass die Risikoprämien der Peripherie zu stark ansteigen.

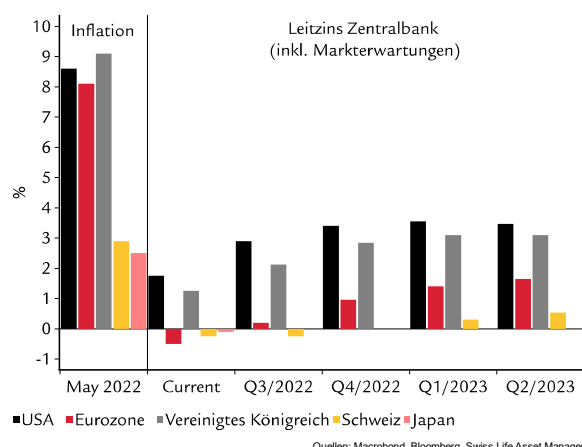
Vereinigtes Königreich

- Auch britische zehnjährige Renditen schwankten im Juni. Sie stiegen um 55 BP, sanken wieder und lagen Ende Monat 25 BP höher als zu Beginn.
- Die BoE erhöhte die Zinsen um weitere 25 BP; bis Jahresende sind sechs weitere Schritte eingepreist.

Schweiz

- Die Staatsanleiherenditen legten bis Mitte Monat stark zu, um dann wieder zu sinken.
- Die SNB erhöhte die Zinsen unerwartet um 50 BP, um den Inflationsdruck zu lindern. Die SNB dürfte den Leitzins im September erneut anheben.

Märkte erwarten schon 2023 erste Zinssenkung in den USA



Die Zentralbanken schätzten die Inflation fast ein Jahr lang falsch ein und müssen nun die finanziellen Bedingungen in einer abflauenden Weltwirtschaft straffen. Wegen unterschiedlicher Mandate und wirtschaftlicher Rahmenbedingungen variieren die geldpolitischen Reaktionen recht stark. BoE, Fed und SNB wurden aggressiver und wollen die Nachfrage senken, um ihr 2%-Inflationsziel zu erreichen. Andere wie die EZB diskutieren bereits neue Anleihenkäufe oder Anti-Fragmentierungsinstrumente, bevor der erste Zinsschritt überhaupt erfolgt ist. Die Bank of Japan ist noch weniger besorgt und hält an der Zinskurvenkontrolle fest, obschon dies den Druck auf den Yen weiter erhöht. Dennoch haben höhere Zinsen und das Ende der Anleihenkäufe dafür gesorgt, dass die Finanzmärkte in den letzten Monaten Billionen eingebüsst haben. Zudem weist das Bild einer starken Wirtschaft, die hohe Zinsen verkraftet, Risse auf. Eingehende Daten deuten auf eine Abschwächung hin, die Inflation bleibt noch länger hoch. Die Zentralbanken dürften daher die Finanzbedingungen weiter verschärfen. Eine Rezession wird in Europa und den USA immer wahrscheinlicher. Angesichts des schwächeren Makroumfelds sehen wir nur begrenzten Spielraum für steigende 10-jährige Renditen und bauen unsere kurze Durationsposition ab. Bei den Firmenanleihen dürften die Kreditspannen zulegen.

Aktien

Rezessionsängste bremsen den Markt

USA

- Der Juni war ein weiterer schlechter Monat für den US-Aktienmarkt, der nun zum Bärenmarkt geworden ist. Er büsste im Juni 7.4% und seit Jahresbeginn 20.5% ein.
- Die Marktbewertung sank so schnell wie noch nie. Mit einem erwarteten KGV (aktueller Kurs dividiert durch Gewinnerwartung in einem Jahr) von 16.8 ist der Markt nicht billig, sondern neutral bewertet.
- Trotz zunehmender Rezessionsrisiken sind die Schätzungen zum Gewinnwachstum und zu den Margen noch nicht deutlich gesunken.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste im Juni 6.6% und seit Jahresbeginn 16.3% ein.
- Mit einem erwarteten KGV von rund 12 ist der Markt nun attraktiv bewertet. Die EZB wird aber im Juli mit Zinserhöhungen beginnen und der Ukrainekrieg fordert in der Wirtschaft seinen Tribut.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt konnte sich im Juni nicht von anderen Märkten lösen. Er büsste 3.2% ein, legte aber 2022 immer noch um 3.8% zu.
- Er ist der günstigste Grossmarkt. Die BoE erhöht aber die Zinsen rasch und die Wachstumserwartungen für 2023 sind sehr gering.

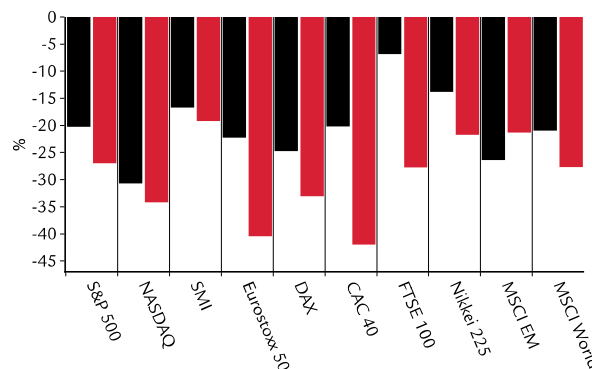
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im Juni 6.7% und seit Jahresbeginn 15.4% ein. Sein defensiver Charakter schlug sich dieses Jahr nicht in besseren Renditen nieder.
- Einige Index-Schwergewichte sind so tief bewertet wie seit Jahren nicht mehr.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer verloren im Juni 4.1%. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -15.4% in USD und -11.6% in Lokalwährung.
- Nach einer langen Unterperformance zeichnet sich eine Stabilisierung ab und zuletzt entwickelten sich Schwellenländer leicht besser als Industrieländer.
- Schwellenländer stehen weniger unter Druck, die Zinsen anzuheben, da die Realzinsen mehrheitlich positiv sind und China wegen der schwerwiegenden Folgen der Null-Covid-Politik geld- und fiskalpolitische Massnahmen eingeleitet hat. Wir halten nun ein Übergewicht in Schwellenländeraktien.

Viele Indizes neu in einem Bärenmarkt



■ Indexrückgang seit Hoch der letzten 12 Monate
■ Veränderung der Bewertung seit Hoch der letzten 12 Monate

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Die meisten globalen Aktienmärkte befinden sich seit einigen Wochen in einem Bärenmarkt (Verlust von mind. 20% vom Höchst- zum Tiefststand). Der globale Aktienmarkt büsste rund 20% ein, der Nasdaq Composite Index gar über 28%. Die Bewertungen, gemessen am erwarteten KGV, sanken mindestens gleich stark wie die Kurse. Gemessen am erwarteten KGV beträgt der Bewertungsrückgang 25 bis 45%. Das heisst, dass dieser Bärenmarkt, anders als viele andere, bisher nicht von sinkenden Gewinnerwartungen getrieben wurde. Die aktuellen Bewertungen liegen nun im historischen Durchschnitt, d. h., Aktien sind neutral bewertet, sofern keine Gewinnkorrekturen nach unten vorgenommen werden. Verglichen mit Tiefpunkten in Bärenmärkten sowie früheren Phasen von Rezession und hoher Inflation bleiben die Bewertungen jedoch hoch. In den letzten beiden US-Bärenmärkten 2001–2003 und 2008–2009 betrug die Bewertungstiefststände (erwartetes KGV) 15 bzw. 12, aktuelle 16.8. Damals lagen die Realzinsen aber viel höher. Gewinnmargen auf Allzeithochs und Schätzungen zum Gewinnwachstum für 2022 und 2023 bei rund 10% stellen weitere Risiken dar. In einer leichten Rezession, unserem Basisszenario, sind solche Wachstumserwartungen zu hoch und die Gewinnmargen dürften schrumpfen. Die Gewinnergebnisse für das Q2 2022, die ab Juli publiziert werden, werden Aufschluss diesbezüglich geben. Einerseits erscheint die aktuelle Bewertung des Aktienmarkts deutlich attraktiver als noch vor Kurzem. Andererseits dürfte eine leichte Rezession noch nicht voll eingepreist sein. Alles in allem erfordert dies eine leicht defensive Haltung, auch wenn jederzeit eine kurzfristige Erholungsrally eintreten könnte.

Währungen

EUR/CHF: Parität als neue Realität

USA

- Im Juni war der USD – zusammen mit dem CHF – die performancestärkste Industrieländerwährung und wertete handelsgewichtet fast 3% auf.
- Die höheren Erwartungen bezüglich einer Straffung der Geldpolitik des Fed und die allgemeine Risk-off-Stimmung der Anleger trugen dazu bei.
- Das Fed dürfte bei der Inflationsbekämpfung stärker engagiert bleiben als seine Pendanten in Europa und Japan. Deshalb erwarten wir für die nächsten drei Monate einen stärkeren USD.

Eurozone

- Der EUR wertete im Juni vs. USD und CHF ab, vs. GBP und den nordischen Währungen jedoch auf.
- Zunehmende Rezessionsrisiken und Sorgen bezüglich der Spreads auf südeuropäischen Anleihen dürften trotz hoher Inflation bei der EZB für Vorsicht sorgen. Der EUR dürfte in den nächsten drei Monaten vs. USD und CHF weiter abwerten.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP hatte einen schwachen Juni, weil eingehende Daten auf ein abnehmendes Momentum der britischen Wirtschaft hinwiesen.
- Unsere Sicht auf GBP/USD für die nächsten drei Monate ist negativ, aber das GBP dürfte sich vs. EUR weitgehend seitwärts bewegen.

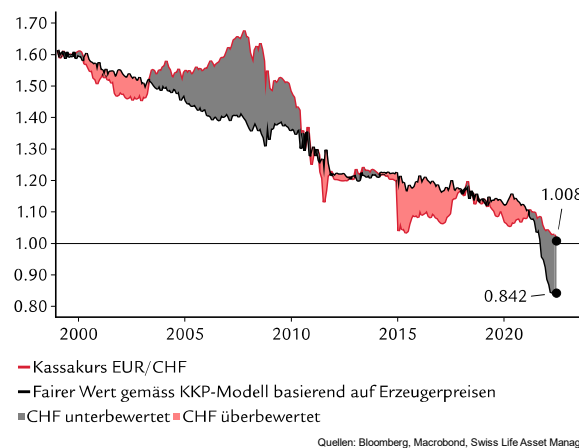
Schweiz

- Der CHF profitierte von der überraschenden Zinserhöhung der SNB und erreichte Ende Juni vs. EUR Parität.
- Die aktuelle Risk-off-Stimmung der Anleger, geopolitische Spannungen, Rezessionsrisiken und eine proaktive SNB sprechen für eine weitere CHF-Aufwertung vs. EUR in den nächsten drei Monaten.

Japan

- Die Bank of Japan wehrte Spekulationsangriffe auf ihre Zinskurvenkontrollpolitik ab. Dadurch weiteten sich die Renditedifferenzen vs. andere Industrieländer aus und der JPY wertete weiter ab.
- USD/JPY erreichte den höchsten Stand seit 1998 und könnte angesichts des Ziels der Bank of Japan, ihre ultraexpansive Geldpolitik beizubehalten, kurzfristig weiter ansteigen. Für die nächsten drei Monate dürfte USD/JPY jedoch etwas tiefer gehandelt werden, da der JPY nun klar unterbewertet ist.

Parität EUR/CHF, aber wohl immer noch unterbewertet



Die Schweizerische Nationalbank (SNB) überraschte letzten Monat, indem sie den Leitzins an ihrer Quartalsitzung vom 16. Juni um 50 BP anheb. Diese Massnahme kam früher als von uns und den meisten Marktteilnehmern erwartet und der CHF wertete unmittelbar nach der Ankündigung vs. allen Hauptwährungen um rund 2% auf. Der CHF wertete im restlichen Monat weiter auf und erreichte am 29. Juni vs. EUR Parität. Am interessantesten an der SNB-Kommunikation war nicht die Zinserhöhung an sich, sondern der veränderte Tonfall bezüglich der Währung. Vorbei sind die Zeiten, als sich die SNB über den starken CHF beschwerte. Nun scheint sie eine stärkere Währung sogar als Schutz vor importierter Inflation zu begrüssen. Möglich wurde dieser grosse Kurswechsel durch das starke Inflationsgefälle zwischen der Schweiz und der Eurozone, das den «fairen Wert» des Wechselkurses EUR/CHF sinken liess. Eine Art, den fairen Wert einer Währung zu ermitteln, ist, die Kaufkraftparität (KKP) zu betrachten, d. h. den Wechselkurs, der in beiden Volkswirtschaften die gleiche Menge an Waren kauft. Gemäss den Konsumentenpreisen ist der CHF vs. EUR immer noch überbewertet, was heisst, dass das Preisniveau in der Schweiz im Durchschnitt über dem der Eurozone liegt. Betrachtet man aber die durchschnittlichen Produktionspreise, die mehr handelbare Güter beinhalten und für die Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exporteure relevanter sind als die Konsumentenpreise, ist der CHF gemäss Bloomberg-Daten sogar deutlich unterbewertet (s. Grafik). Daher könnte der CHF weiter aufwerten, ohne bei der SNB Nervosität auszulösen.

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.