

Jahresausblick 2023

## Zinsen und Anleihen

TINA ist tot, lang lebe TIAA

### USA

- Wegen der geldpolitischen Straffung 2022 zur Bekämpfung der höchsten Inflation seit zehn Jahren hatten Anleihen Anleger das schlechteste Jahr seit jeher, da Zinsen und Spreads gleichzeitig anstiegen.
- Da der Peak der US-Inflation wohl hinter uns liegt, sehen wir weniger Volatilität und weniger Aufwärtsdruck auf den Zinsen, wovon Investment-Grade-Anleihen 2023 profitieren dürften. Die Spreads könnten sich zwar gegenüber dem aktuellen Niveau ausweiten, aber die höhere Rendite der Anlageklasse dürfte 2023 zu attraktiven Gesamtrenditen führen.

### Eurozone

- Die Zinserhöhungen der EZB waren 2022 weniger stark als die des Fed, aber die Spreads weiteten sich wegen des Ukrainekriegs und der schwierigen Energielage in Europa stärker aus als in den USA.
- Europa hinkt den USA bei der Inflationsbekämpfung hinterher, bei gleichzeitig geringerem Wachstum. Dennoch profitieren EUR-Anleihen von höheren Spreads und attraktiveren währungsabgesicherten Renditen, was Zuflüsse anziehen und zu positiven Gesamtrenditen 2023 führen dürfte.

### Vereinigtes Königreich

- Britische Firmenanleihen zählten 2022 wegen des flauerer Wirtschaftswachstums, der höheren Inflation und einer etwas chaotischen Fiskal- und Geldpolitik zu den schlechtesten Performern.
- Die britische Wirtschaft dürfte auch 2023 hinterhinken und der Arbeitskräftemangel die Inflation hoch halten. Britische Anleihen bleiben daher wohl hinter US- und europäischen Anleihen zurück.

### Schweiz

- Trotz negativen Gesamtrenditen schlugen Schweizer Anleihen fast alle aufgrund höherer Ratingqualität, besserem Wirtschaftsumfeld und milderer Inflation, die weniger Druck auf die SNB ausübt.
- Daher dämpft die Geldpolitik das Wirtschaftswachstum 2023 weniger stark als im Ausland, was auch den Schweizer Kreditmarkt stützen dürfte.

### Anleihen bieten vs. Aktien erneut attraktive Renditen

Differenz zwischen Unternehmensanleihen- und Dividendenrenditen in den USA und Europa



– Renditen: USD-Unternehmensanleihen minus S&P 500, links

– Renditen: EUR-Unternehmensanleihen minus Stoxx Europe 600, rechts

Quelle: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

TINA («there is no alternative») war in den letzten Jahren das Hauptargument für Aktien vs. Anleihen. Das ist nun anders. 2022 war für Anleihen Anleger zwar düster, machte aber auch Investment-Grade-Anleihen wieder sehr attraktiv. EUR-Firmenanleihen rentieren derzeit mit 3.7% vs. 0.1% Mitte 2021, US-Papiere mit 5.1% vs. 1.7% Ende 2020. Zum Vergleich: EUR Stoxx 600 und S&P 500 liefern zurzeit Dividendenrenditen von 3.4% bzw. 1.6% bei deutlich höherer Volatilität. Es gibt also wieder eine Alternative («TIAA») zu Aktien. Höhere Spreads sind möglich, aber Anleihen bieten nun einen gewissen Schutz in Form eines höheren Carry und einer Zinskomponente, die in einem Risk-off-Umfeld als Absicherung dient. Zudem profitieren Firmenanleihen von soliden Fundamentaldaten und die Emissionsflut der letzten Jahre hat den Refinanzierungsbedarf der Unternehmen in die Zukunft verschoben. Das derzeit hohe nominale Wachstum ist tendenziell auch für Anleihenemittenten vorteilhaft, deren Erträge und Gewinne mit der Inflation steigen, der Schuldenstand aber gleich bleibt. Trotz geringem realem Wirtschaftswachstum könnten sich daher die Fundamentaldaten weiter verbessern. Bei Staatsanleihen sehen wir nach wie vor Risiken, da die Trendwende der Zentralbanken später eintreten könnte als momentan von den Anlegern erwartet. Wir erwarten daher v. a. fürs erste Halbjahr höhere Anleihenrenditen und flachere Kurven.

# Aktien

Wer leidet, gewinnt

## USA

- Der US-Markt war 2022 ein Bärenmarkt mit einem maximalen Verlust von –24% Mitte Oktober. Seither hat sich der Markt erholt und schliesst das Jahr mit einem Minus von 17% ab (alle Daten per 13. Dezember). 2022 entwickelte sich der US-Markt in Lokalwährung zum ersten Mal seit über zehn Jahren schlechter als der europäische Aktienmarkt.
- Der US-Markt ist immer noch viel höher bewertet als andere Industrie- und Schwellenländer. Die US-Bewertung ist etwa neutral, diejenige anderer Märkte liegt unter dem historischen Mittelwert.

## Eurozone

- Trotz des Ukrainekriegs und der Energiekrise büsste der europäische Aktienmarkt 2022 bloss 10% ein. Von Mitte Oktober bis Mitte Dezember legte der Markt satte 14% zu.
- Die Bewertung des europäischen Aktienmarkts ist für sich genommen und gegenüber dem US-Markt äusserst attraktiv. Der Bewertungsabschlag vs. US-Markt liegt immer noch nahe beim Allzeithoch.

## Vereinigtes Königreich

- Der britische Aktienmarkt ist der einzige grosse Markt, der 2022 mit einer positiven Performance (rund 7%) abschliessen dürfte.
- Wie bei kontinentaleuropäischen Märkten ist die Bewertung sehr attraktiv und der britische Markt weist die höchste Dividendenrendite auf (fast 4%).

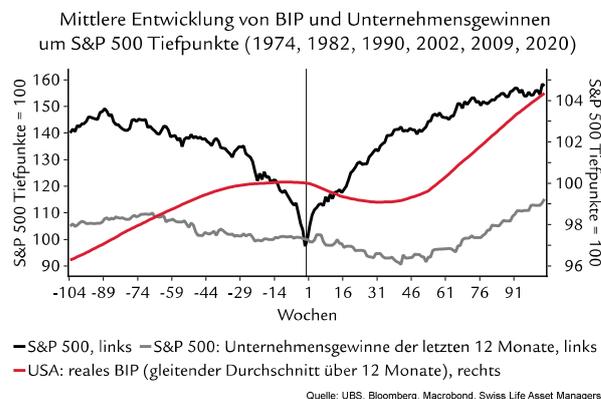
## Schweiz

- 2022 profitierte der Schweizer Aktienmarkt nicht voll von seinem defensiven Charakter. Er büsste seit Jahresbeginn 15% ein. Hauptgrund: Die Gesundheitsunternehmen ausser Novartis verloren 19% bis 37%. Auch das Finanzwesen und einige zyklische Firmen schnitten stark unterdurchschnittlich ab.
- Der Schweizer Markt ist im Vergleich zu anderen Märkten nicht billig.

## Schwellenländer

- Schwellenländer rentierten 2022 von allen grossen Märkten am schlechtesten (–20%), v. a. China, das unter den Turbulenzen am Immobilienmarkt, der Null-Covid-Politik und politischer Unsicherheit litt.
- Aus Bewertungssicht sind Schwellenländer attraktiv. Ein schwächerer Dollar könnte den Markt 2023 stützen. Doch für eine klare Outperformance müssen die Zweifel bezüglich China ausgeräumt werden.

## Der Aktienmarkt erholt sich vor dem Konjunkturaufschwung



Es spricht 2023 einiges für Aktien: Erstens sind die Bewertungen viel attraktiver. Zweitens hat die Inflation ihren Höhepunkt wohl erreicht und die Zinserhöhungen könnten 2023 enden. Das Fed dürfte Ende 2023 die Zinsen gar wieder senken. Drittens waren die jüngsten Unternehmensgewinne viel robuster als erwartet. Viertens erreicht der Aktienmarkt im Mittel sechs bis neun Monate vor der Konjunktur die Talsohle (siehe Grafik). Geht man in den USA für 2023 von einer Rezession von zwei bis drei Quartalen aus, könnte der Boden des Aktienmarkts bald erreicht sein. Fünftens ist die Stimmung sehr negativ («bearish»), i. d. R. ein Kontraindikator.

Negativ sind die Rezession und der entsprechende Gewinnrückgang, der momentan noch nicht eingepreist ist. Der durchschnittliche Gewinnrückgang der Nachkriegszeit während Rezessionen beträgt rund 15%. Für 2023 entspricht der Marktkonsens nach wie vor einem einstelligen Gewinnwachstum. Zweitens sind die Bewertungen tatsächlich viel tiefer als vor einem Jahr, liegen aber immer noch über den Niveaus der Rezessionstiefs. Drittens wird die Geldpolitik weiter gestrafft und Inflation und Zinsen könnten länger hoch bleiben als derzeit erwartet. Viertens ist die relative Attraktivität von Aktien vs. Anleihen deutlich gesunken. Fünftens bleiben die geopolitischen Risiken hoch.

Somit ist eine negative Haltung gegenüber Aktien im nächsten Quartal gerechtfertigt, da sich die Effekte der bevorstehenden Rezession noch nicht ganz in den Marktpreisen widerspiegeln. Mittelfristig deuten die Aktienbewertungen auf ein attraktives Renditepotenzial hin, das weitgehend dem historischen Durchschnitt entspricht. Anlagestile wie Minimum Volatility und High Dividend könnten sich im aktuellen Marktumfeld besonders gut entwickeln.

# Währungen

Endet der «USD-Superzyklus» 2023?

## USA

- 2022 war für den USD ein weiteres aussergewöhnliches Jahr. Von den Hauptwährungen schnitten nur der brasilianische Real und der mexikanische Peso besser ab, wobei die Zentralbanken beider Länder die Zinsen stärker anhoben als das Fed, um die Inflationsrisiken einzudämmen.
- Der handelsgewichtete USD dürfte 2023 abwerten, da die erwartete US-Rezession und die sinkende US-Inflation das Fed dazu bewegen dürften, die Zinsen gegen Ende Jahr wieder zu senken (siehe Haupttext).

## Eurozone

- Der EUR büsste vs. den USD 2022 6% ein (Daten per 15. Dezember), entwickelte sich aber etwas besser als die nordischen Währungen oder das GBP.
- Die Eurozone dürfte sich 2023 in einem anderen Konjunkturzyklus als die USA befinden. Nach der Winterrezession erwarten wir eine gewisse Erholung und Rückenwind von China. Angesichts der hartnäckigen Inflation und der Tatsache, dass die EZB weniger Zinsschritte vorgenommen hat als das Fed, dürften die Märkte Zinssenkungen nicht im selben Ausmass einpreisen wie in den USA. All diese Faktoren dürften den EUR 2023 stützen.

## Vereinigtes Königreich

- Trotz grossen politischen Turbulenzen blieb das GBP 2022 vs. EUR in einer relativ engen Handelsspanne.
- Dies dürfte auch 2023 so bleiben. Unsere Sicht auf GBP/EUR ist neutral und auf GBP/USD positiv.

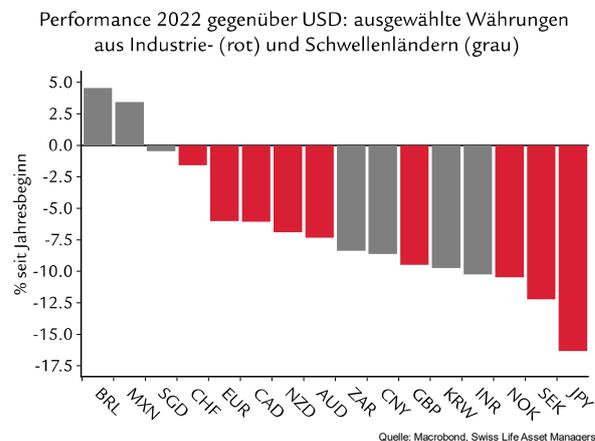
## Schweiz

- Der CHF verlor vs. den USD 2022 nur leicht und wertete handelsgewichtete 5% auf.
- Die SNB dürfte ihren Zinsanhebungszyklus bald beenden. Zusammen mit einer möglichen Erholung zyklischer Währungen wie GBP oder EUR 2023 (siehe oben) könnte EUR/CHF 2023 etwas aufwerten. Opportunistische Verkäufe von Devisenreserven durch die SNB werden das Aufwärtspotenzial jedoch begrenzen.

## Japan

- Der JPY erzielte 2022 die schwächste Performance aller Hauptwährungen, weil die Bank of Japan hartnäckig an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhielt.
- Aufgrund der erwarteten allgemeinen USD-Schwäche schätzen wir USD/JPY 2023 negativ ein.

## 2022: höhere Zinsen sorgen für USD-Stärke



Der USD war 2022 die performancestärkste Industrieländerwährung (siehe Grafik, Daten per 15. Dezember) nach einem bereits starken Jahr 2021, als der USD nur von CAD und CNY geschlagen wurde. Befeuert wurde dieser «USD-Superzyklus» von der starken Wirtschaft in beiden Jahren und einem Fed, das 2022 zu den engagiertesten Zentralbanken im Kampf gegen die Inflation zählte und den schnellsten Zinserhöhungszyklus seit den Jahren unter Fed-Chef Paul Volcker einleitete. Der USD-Zyklus dürfte aber 2023 enden. In den letzten zwei Monaten 2022 war der USD bereits stark geschwächt, dies wegen des allgemeinen risikofreundlichen Marktumfelds und weil der Markt die Erwartungen von weiteren Zinsschritten durch das Fed etwas herunterschraubte. Wir halten die jüngste Entwicklung für übertrieben und sehen auf kurze Sicht die Gefahr, dass die Märkte wieder mehr Zinserhöhungen durch das Fed einpreisen und der Aktienmarkt schwächtelt. Wir starten also mit einer neutralen USD-Sicht ins neue Jahr, erwarten aber für 2023 erneute USD-Schwäche. Sobald die US-Wirtschaft 2023 in eine Rezession fällt, werden Timing und Ausmass der möglichen Zinssenkungen klarer werden. Zu diesem Zeitpunkt dürften Risikoanlagen wieder auf einen nachhaltigeren Erholungspfad zurückkehren. Die Kehrtwende in der US-Geldpolitik und die bessere Risikostimmung werden sich negativ auf den USD auswirken, v. a. weil sich das Inflationsproblem in der Eurozone und in Grossbritannien wohl hartnäckiger hält. Dies könnte die Erwartung für weitere Zinsschritte in diesen Ländern aufrechterhalten.

## Swiss Life Asset Managers



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



**Andreas Homberger**  
**Head Quantitative Equities**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
🐦 @Homberger\_A



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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 VIIIs gt 1, NO-0161 Oslo.