

September 2022

## Zinsen und Anleihen

Entschlossen gegen Inflation

### USA

- Die unerwartet guten makroökonomischen Daten und die Fülle restriktiver Fed-Redner führten zu einer starken Zinsanpassung, wobei die zehnjährige Staatsanleihenrenditen im August 40 BP zulegte.
- Die Märkte werteten die FOMC-Sitzung vom Juli als Kehrtwende zu einer lockeren Geldpolitik, obwohl zahlreiche Redner das Gegenteil suggerierten. Nach der Jackson-Hole-Rede von Präsident Powell kehrten die Anleger dann zurück, was zu starken Preisadjustierungen bei Zinsen und Risikoanlagen führte.

### Eurozone

- Die USA könnten den Inflationshöhepunkt erreicht haben, Europa kämpft jedoch weiterhin mit steigenden Preisen, sodass die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen im August um fast 70 BP zulegten.
- Anziehende Inflationsraten bringen die EZB in eine schwierige Lage, denn sie muss trotz abflauerender Konjunktur die Geldpolitik straffen und wohl letztlich ihre Anleihekaufprogramme überdenken.

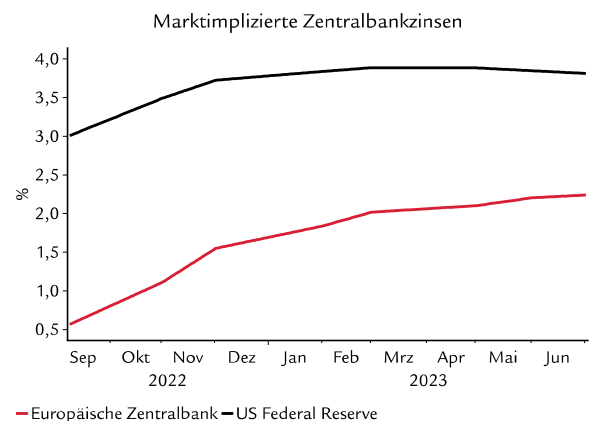
### Vereinigtes Königreich

- Die Inflation stieg im Juli auf über 10% und dürfte im Q4 mit fast 12% ihren Höhepunkt erreichen. In diesem Umfeld meiden Anleger Staatsanleihen, was die Renditen im August um über 80 BP steigen liess.
- Die BoE erhöhte die Zinsen im August um 50 BP und prognostiziert eine anhaltende Rezession später in diesem Jahr, wobei die Inflation in absehbarer Zeit nicht auf 2% sinken dürfte.

### Schweiz

- Die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen stiegen im August um 35 BP, während die Inflation im Juli 3.4% betrug.
- Trotz vergleichsweise bescheidenerer Inflationsentwicklung räumt die SNB ein, dass in Sachen Zinsritten mehr getan werden muss, um Zweitrundeffekte aus höheren Energiepreisen zu vermeiden.

### Zinserwartungen von Fed und EZB



Risikoanlagen zogen in den letzten Wochen aufgrund der sehr tiefen Ausgangswerte, besserer Wirtschaftsdaten und der Anlegererwartungen einer Kehrtwende des Fed Anfang 2023 stark an. Die Juli-Inflationszahlen enttäuschten zwar leicht, aber eine Inflationsrate von 8.5% und eine Arbeitslosenquote von 3.5% sind kaum Voraussetzungen für einen moderateren Kurs des Fed. Doch die Anleger schienen alle Warnungen zu ignorieren, bis sich Präsident Powell an der Konferenz in Jackson Hole erneut restriktiv äusserte und das Ziel, die Inflation auf 2% zu senken, entschlossen bestätigte. Ähnliche Äusserungen kamen auch von der EZB und der BoE, die sich in einer schwierigeren Lage befinden. Steigende Energiepreise erhöhen weiterhin den Inflationsdruck, während die Wachstumodynamik abflaut. Der Druck, die steigende Inflation zu bekämpfen, während das Risiko einer starken Rezession oder schlimmer noch einer Zersplitterung der Eurozone zunimmt, macht die Politik der EZB weniger vorhersehbar. Im Moment dürfte eine Senkung der Inflation oberste Priorität haben, was die Zentralbanken zwingt, ihre geldpolitische Straffung fortzuführen. Wir bleiben daher bei Risikoanlagen vorsichtig und bei Renditen länger laufender Staatsanleihen neutral. Wir rechnen weiterhin mit steigenden Kurzfristzinsen und bleiben entsprechend positioniert.

# Aktien

## Zentralbanken als Spielverderber

### USA

- Nach einer Bärenmarkt-Rally im Juli und einem starken Start im August büsste der US-Aktienmarkt im August 3.2% ein, seit Jahresbeginn 16.7%.
- Die Q2-Gewinne waren mit einem Wachstum von 9% über ein Jahr sehr solide. Lässt man den Energiesektor aussen vor, war das Gewinnwachstum aber negativ (siehe Analyse rechts). Die Quartalswachstumsrate war ebenfalls negativ.
- Die Bewertung liegt im historischen Mittel und somit höher als in früheren Rezessionen. Höhere Renditen machen Anleihen relativ betrachtet attraktiver.
- Die Positionierung bleibt ähnlich pessimistisch wie in der Pandemie. In der Vergangenheit folgte auf diese Stimmung oft eine Aktienmarkterholung.

### Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste im August 4.0% und seit Jahresbeginn 16.2% ein.
- Die Bewertung bleibt attraktiv, aber die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs mit weiter steigenden Energiepreisen belasten den Markt. Die Euroabschwächung stärkt die Wettbewerbsfähigkeit, erhöht aber auch die Preise für importierte Produktionsgüter.

### Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt performte 2022 mit Abstand am besten. Er legte seit Jahresbeginn 5.0% zu und büsste im August nur 0.2% ein. Ein Grund dafür ist die vergleichsweise hohe Gewichtung des Energiesektors.
- Der britische Markt bleibt mit einem erwarteten KGV von ca. 9.5 und einer erwarteten Dividendenrendite von 4.1% am tiefsten bewertet.

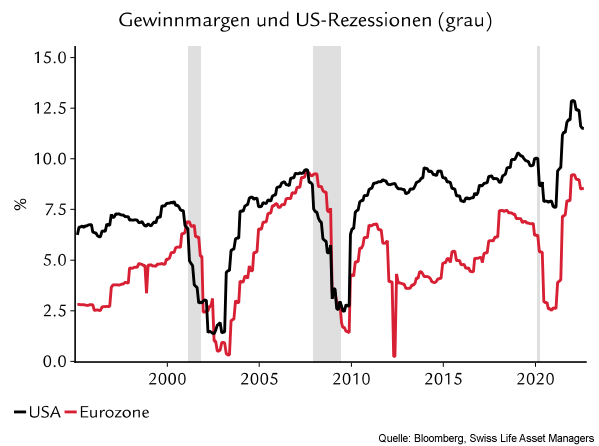
### Schweiz

- Der Markt büsste im August 2.9% ein, seit Jahresbeginn 14.9%. Somit hat der Schweizer Markt 2022 nicht von seiner defensiven Ausrichtung profitiert.
- Ein Grund dafür ist, dass der Pharmasektor trotz der jüngst historisch tiefen Bewertungen in Ungnade gefallen zu sein scheint. Zudem verloren zyklischere Aktien dieses Jahr zwischen 20 und 40%.

### Schwellenländer

- Die Schwellenländer legten im August in USD 0.3% zu, verloren aber seit Jahresbeginn 17.6%.
- Trotz Massnahmen der Regierung und der Zentralbank belasten die schwachen Daten aus China den Markt weiter. Die Schwellenländer-Zentralbanken haben derzeit weniger Druck, die Zinsen anzuheben.

### Berichtssaison Q2 und Ausblick



Firmen publizierten kürzlich ihre Q2-Ergebnisse. Insgesamt waren sie besser als erwartet, aber der Ausblick trübte sich stark ein. Das Gewinnwachstum lag nahe bei 10%, das Umsatzwachstum, das direkt(er) mit der Inflationsrate verknüpft ist, zwischen 15 und 25% (beide vs. Q2 2021). Beide Wachstumsraten lagen 1 bis 6 Ppkt. über den Erwartungen. Das Gewinnwachstum war jedoch ungleich verteilt. In den USA z. B. verzeichnete der Markt ohne den Energiesektor einen Rückgang der Aktienrenditen von 3%. Der Energiesektor (Gewicht im US-Index: ca. 4.5%) verzeichnete ein aussergewöhnliches Wachstum von über 300%, was den Indexgewinn um 12% erhöhte (Effekt auf Umsatzwachstum: 9%). In Europa und Japan sind die Mechanismen dieselben, jedoch in geringerem Umfang. Die Gewinnmargen bleiben in der Nähe ihrer Allzeithochs. Historisch sanken sie während Rezessionen stark (in der Grafik oben grau). Die Aussichten sind weniger optimistisch. Viele Firmen kündigten einen Einstellungsstopp an und einige begannen mit Entlassungen. Die CEO-Stimmung ist schlecht und viele befürchten eine Rezession in den USA und Europa. Dennoch haben die Analysten ihre Gewinnschätzungen für 2023 und darüber hinaus noch nicht markant gesenkt. Aktuell geht der Markt von einem Gewinnwachstum von 10 bis 20% 2022 und von 0 bis 8% 2023 aus. Historisch gingen die Gewinne in Rezessionen um 15 bis 20% zurück und die Margen halbierten sich. Daher halten wir die aktuellen Gewinnschätzungen für zu positiv. Das heisst, dass die aktuellen Bewertungen, gemessen am erwarteten, auf Gewinne in zwölf Monaten basierenden KGV, zu optimistisch sind. In diesem Marktumfeld sind risikokontrollierte Strategien wie Minimum Volatility und Protect interessant.

# Währungen

Energiekrise belastet EUR, JPY und GBP

## USA

- Der USD war im August erneut stark und wertete handelsgewichtet fast 3% auf.
- Das Fed bleibt unserer Meinung nach die engagierteste Zentralbank im Kampf gegen die Inflation. Dies bestätigte Fed-Chef Powell mit seinen restriktiven Äusserungen an der Konferenz in Jackson Hole. Zusammen mit einem bereits attraktiven Zinsvorteil («Carry») dürfte der USD stark bleiben.

## Eurozone

- Obwohl die Finanzmärkte nun von aggressiveren Zinsschritten der EZB ausgehen, wertete der EUR vs. den USD weiter ab, da sich die Energiekrise im August verschärfte (siehe Haupttext).
- 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 entwickelte sich im August unter den wichtigsten Industrieländerwährungen wegen zunehmender wirtschaftlicher und politischer Unsicherheit am schwächsten.
- Daran dürfte sich im September nichts ändern und wir schätzen GBP/USD daher negativ ein.

## Schweiz

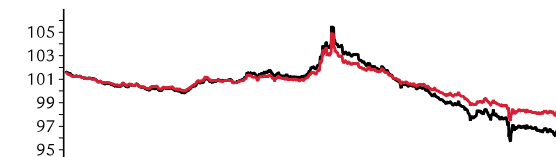
- Nachdem EUR/CHF auf ein neues Allzeittief von 0.96 gefallen war, erholte sich das Paar Ende August wieder.
- Dies dürfte von kurzer Dauer sein und EUR/CHF dürfte im September wieder sinken, weil die starke nominale Aufwertung des CHF die SNB noch nicht zu beruhigen scheint.

## Japan

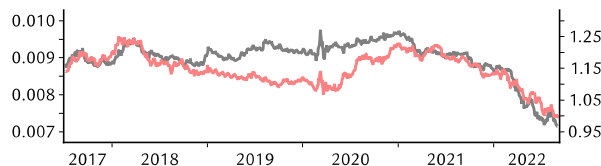
- Nach einem starken Rückgang Ende Juli legte USD/JPY im August um rund 4% zu und verharrt seit Anfang Juni allgemein in einer weiten Handelspanne von 130 bis 140.
- USD/JPY dürfte in dieser Bandbreite bleiben. Unsere Sicht ist daher neutral. Die Bank of Japan wird sicherlich an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten, aber der JPY ist nun so stark unterbewertet, dass weiteres Abwertungspotenzial beschränkt sein dürfte.

## Terms-of-Trade-Schock verstärkt EUR- und JPY-Schwäche

Terms-of-Trade-Indizes Goldman Sachs



Wechselkurse vs. USD



—Eurozone —Japan —EUR/USD, rechts —JPY/USD, links

Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Europa befindet sich in einer beispiellosen Energiekrise, die das Vertrauen der Anleger in den EUR untergräbt. Der markante Anstieg der Gesamtinflation (gegen 10%) erhöhte die Markterwartungen bezüglich bevorstehender Zinsschritte. Dennoch konnte der EUR nicht von dieser Preisanpassung profitieren und fiel vs. USD im August auf Parität. Da der Energiepreisschock ein externer Schock ist, steigen die Importpreise und die Exportpreise halten nicht mit, was zu einer markanten Verschlechterung der sogenannten Terms of Trade führt. Die überhöhten Importkosten führten auch zu einem Einbruch der Leistungsbilanz der Eurozone, die im Q2 2022 gar ins Negative fiel. Schlechtere Terms of Trade und Leistungsbilanzen wirken sich i. d. R. negativ auf Währungen aus und könnten somit zur Erklärung der anhaltenden EUR-Schwäche beitragen. Dasselbe könnte auch für Japan gelten, ein Land, das stark von Energieimporten abhängt und dessen Währung in diesem turbulenten Jahr nicht von ihrem Status als sicherer Hafen profitiert hat. Zugegeben, die ultraexpansive Geldpolitik der Bank of Japan ist nach wie vor weitgehend für die diesjährige JPY-Schwäche verantwortlich, aber der Terms-of-Trade-Schock verstärkte sicherlich die negative Anlegerstimmung gegenüber JPY. Ein Spezialfall ist Grossbritannien, ein grosser Energieproduzent, der dennoch einen beispiellosen Anstieg der Gas- und Strompreise hinnehmen muss. Der jüngste GBP-Ausverkauf könnte auf wirtschaftliche und politische Unsicherheit zurückzuführen sein, weil der aktuelle Wahlkampf jede entschiedene Reaktion auf die drohende Energiekrise verzögert.

## 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](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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.