

Oktober 2022

Zinsen und Anleihen

Anzeichen von Stress

USA

- Die Staatsanleiherenditen stiegen in den letzten zwei Monaten stark und die Zinskurve invertierte weiter: Die zehnjährigen Renditen legten 64 Basispunkte (BP) zu, der Spread zur zweijährigen Rendite invertierte weiter auf –44 BP.
- Im September hob das Fed die Zinsen erwartungsgemäss um 75 BP an, aber die Forward Guidance war sehr restriktiv, da Fed-Chef Powell weitere Zinsschritte ankündigte und meinte, die Zinsen könnten auch in einer Rezession hoch bleiben.

Eurozone

- Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen legten im September 55 BP zu und die Zinskurve flachte weiter ab. Die «Risk-off»-Stimmung an den Finanzmärkten und die politischen Risiken in Italien erhöhten die Renditen italienischer Schuldtitel weiter, sodass diese den kritischen Spread von 250 BP vs. Renditen von Bundesanleihen überstiegen.
- Die EZB nimmt die Inflation nun ernst. Sie erhöhte die Leitzinsen im September um 75 BP und geht von weiteren Zinsschritten aus. Die Märkte preisen für 2023 trotz düsterer Aussichten für die europäische Wirtschaft einen Zinshöchststand von rund 3% ein.

Vereinigtes Königreich

- Die Staatsanleiherenditen spielten nach der Ankündigung eines gigantischen Fiskalpakets, das von den Märkten schlecht aufgenommen wurde, verrückt und stiegen stark, während GBP vs. den USD auf ein Rekordtief sank.
- Der Zinsschritt der Bank of England von 50 BP war ein Tropfen auf den heissen Stein, denn die Regierung befeuert mit Steuersenkungen für Reiche und einem riesigen Konjunkturpaket zur Kompensation der hohen Energiepreise die Inflation weiter.

Schweiz

- Die Schweiz bleibt zwar mit einer recht moderaten Inflation von 3.5% die Ausnahme, aber die Anleiherenditen legten im September um rund 50 BP zu.
- Die SNB erhöhte den Leitzins um 75 BP ins Positive.

US-Inflationserwartungen sinken, Zinsen steigen



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Der September ist i. d. R. kein guter Monat für Anleihanleger – auch dieses Jahr. Die Gesamrenditen von EUR- und USD-Investment-Grade-Anleihen waren mit –2.8% bzw. –4.7% stark negativ, da die Zentralbanken die Inflation ungeachtet der Kosten für die Finanzmärkte oder die Weltwirtschaft senken wollen. Angesichts des Fokus der Zentralbanken auf Inflation und Arbeitsmarkt – beides hinterherhinkende Konjunkturindikatoren – könnte v. a. das Fed erste Anzeichen eines nachlassenden Inflationsdrucks ignorieren. Solche Anzeichen zeigen sich bereits an den Rohstoffmärkten oder den marktimplizierten Inflationserwartungen, die seit Juni rückläufig sind (siehe Grafik). In Europa bleibt der Inflationsverlauf wegen der Energiekrise und der fiskalpolitischen Reaktion darauf sehr unvorhersehbar. Angesichts der geldpolitischen Straffung trotz hoher Rezessionsrisiken zeigten die Finanzmärkte jüngst erste Anzeichen von Stress mit übermässigen Tagesschwankungen v. a. am Devisen- und am Anleihenmarkt. Die Kreditmärkte halten sich zwar mit sehr tiefen Neuemissionsvolumen und konservativ positionierten Anlegern recht gut, aber die Aussicht auf eine stärkere, längere Abschwächung könnte die Kreditspannen wieder ausweiten lassen. Wir bleiben daher beim Kreditrisiko defensiv und halten die Duration kurz, weil der Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen anzuheben, im vierten Quartal bestehen bleibt.

Aktien

Restriktive Zentralbanken setzen Märkte unter Druck

USA

- Der US-Aktienmarkt büsste im September 7.8% und seit Jahresbeginn 23.8% ein (alle Zahlen dieser Spalte per 27.09.). Hauptgründe waren restriktive Zentralbankkommentare, grosse Zinsschritte und unerwartet hohe Inflationszahlen.
- Die Bewertung des US-Markts ist immer noch hoch (siehe Spalte rechts). Dies steht im Gegensatz zu den übrigen wichtigen Aktienmärkten, wo die Bewertung aktuell vielerorts unter dem historischen Durchschnitt liegt.
- Die Anleger sind ähnlich wie während der Covid-Krise sehr pessimistisch positioniert.

Eurozone

- Der Aktienmarkt verlor im September 6.0% und seit Jahresbeginn 22.1%. Die geopolitischen Risiken nahmen deutlich zu.
- Aktien der Eurozone sind tief bewertet; Wertaktien weisen ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 9 auf.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt 2022 der mit Abstand beste Performer. Er verlor seit Jahresbeginn nur 0.1%, im September betrug der Rückgang -3.8%.
- Der britische Markt bleibt mit einem erwarteten KGV von rund 8 und einer Dividendenrendite von 4.1% der am tiefsten bewertete Markt.

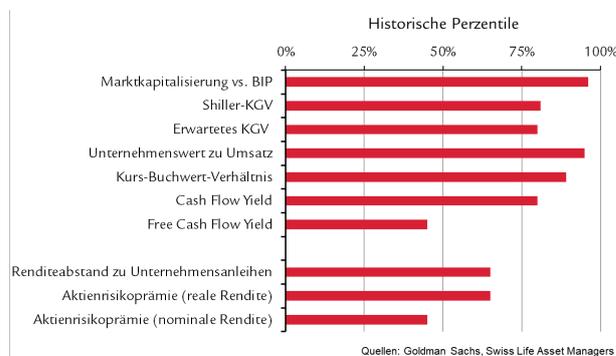
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im September 7.0% und seit Jahresbeginn 21.1% ein. Die allgemein defensive Ausrichtung des Schweizer Aktienmarkts hat sich dieses Jahr nicht ausgezahlt.
- Einige Firmen mit einer hervorragenden Performance in den letzten Jahren, z. B. Geberit oder Partners Group, büssteten über 40% ein und von den «Big 3» schnitt nur Novartis vergleichsweise gut ab.

Schwelmländer

- Die Schwellenländer büssteten im September in USD satte 10.1% und seit Jahresbeginn 25.9% ein.
- Wiederum waren die asiatischen Schwellenländer Hauptgrund für die schwache Performance, da sie über 70% des Gesamtindex ausmachen. Die relativ bessere Performance der europäischen und der lateinamerikanischen Schwellenländer (beide -3.7%) konnte die Schwäche in Asien nicht wettmachen. Der chinesische Markt büsste im September rund 12% ein.

Bewertung von US-Aktien im historischen Vergleich



Je nach Indikator liegt die Bewertung des US-Aktienmarkts im historischen Kontext zwischen neutral und teuer. Betrachtet man die absoluten Bewertungen (die ersten sieben Indikatoren in der Grafik oben), liegt das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) basierend auf der Methodik von Nobelpreisträger Robert Shiller (Shiller-KGV) in den oberen 20%, der Indikator von Warren Buffett (Marktkapitalisierung in % des BIP) im 96. Perzentil, d. h., er war nur bei 4% aller historischen Beobachtungen höher. Die Free-Cash-Flow-Rendite liegt hingegen tiefer als über 50% der historischen Beobachtungen. Der Free Cash Flow gibt an, wie viel Geld eine Firma für Cash-Ausschüttungen (z. B. Dividenden) übrig hat. Die relative Bewertung von Aktien vs. Anleihen (die drei Indikatoren unten in der Grafik) sieht deutlich besser aus und weist auf eine weitgehend neutrale Bewertung hin.

Die aktuelle Bewertung ist angesichts einer immer wahrscheinlicheren Rezession in den USA recht hoch. Historisch lag der Tiefpunkt des erwarteten KGV in Rezessionen bei rund 12, aktuell liegt er im US-Markt bei rund 17. Rechnet man das Risiko einer Margenkompression und rückläufiger Gewinne bei den Firmen hinzu, kommt man zum Schluss, dass die Aussichten tatsächlich nicht so gut sind. Die Bewertung der übrigen grossen Aktienmärkte ist deutlich tiefer und liegt vielfach sogar unter dem historischen Durchschnitt. Europäische Aktien und Schwellenländeraktien sind heute geradezu günstig. Allerdings ist die Bewertung ein mittelfristiger Indikator, der für Timing-Entscheidungen nicht hilfreich ist. Obwohl die Anleger sehr schlecht gestimmt sind, sind die Nettozuflüsse in Aktien viel höher, als es das düstere Bild vermuten lässt. Im Moment bleiben wir bei einem negativen Ausblick für Aktien, würden aber übertriebenen Pessimismus als Kaufgelegenheit nutzen.

Währungen

CHF im schwachen Europa als Fels in der Brandung

USA

- Nach einem starken August wertete der USD im September weiter auf und legte handelsgewichtet 4% zu.
- Wir denken, dass das Fed die engagierteste Zentralbank im Kampf gegen die Inflation bleibt. Zusammen mit einem bereits attraktiven Zinsvorteil («Carry») dürfte der USD stark bleiben.

Eurozone

- Die EZB erhöhte im September die Leitzinsen weiter und weitere Schritte dürften folgen, da die Inflation in der Eurozone weiter ansteigt.
- Die Energiekrise verschärft sich jedoch und Umfragen signalisieren, dass sich die Eurozone bereits in einer Rezession befindet. Kombiniert mit (geo-)politischen Risiken dürfte dies zu weiteren EUR/USD-Abwärtsbewegungen bis Jahresende führen.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP brach nach der Ankündigung des expansiven «Mini Budget» durch die neue Regierung ein.
- Notfallinterventionen der Bank of England trugen zur Beruhigung auf dem Anleihenmarkt bei und führten zu einer vorübergehenden Stabilisierung des GBP-Wechselkurses. Premierministerin Liz Truss bestätigte jedoch, die vorgeschlagenen Steuerensenkungen umsetzen zu wollen, und das GBP dürfte in den kommenden Monaten wegen der rapiden Verschlechterung der Staatsfinanzen unter Druck bleiben.

Schweiz

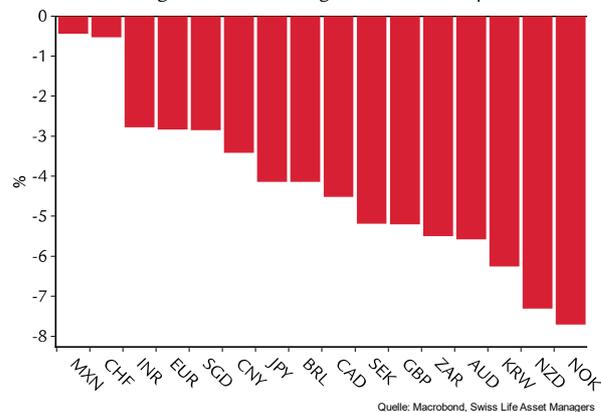
- Der CHF war im September gleich nach dem USD die am besten abschneidende Hauptwährung.
- Obwohl die SNB bei den Zinsschritten nun einfach den anderen Zentralbanken folgt, dürfte der CHF im aktuellen «Risk-off»-Umfeld gefragt sein. Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt daher negativ.

Japan

- USD/JPY legte Anfang September zu und stabilisierte sich bei rund 145.
- Unsere Sicht auf USD/JPY ist neutral. Die Bank of Japan dürfte an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten, aber der JPY ist nun so stark unterbewertet, dass das Potenzial einer weiteren Abwertung beschränkt scheint.

USD legt im September weiter zu

Performance ausgewählter Währungen vs. USD im September 2022



Auch im September war der USD stark, weil das Fed seine Rhetorik verschärfte und weiterhin eine schnelle geldpolitische Straffung zur Eindämmung der Inflation verfolgt. Auch die Zentralbanken in Europa erhöhten ihre Leitzinsen im September deutlich, aber viele Anleger (uns eingeschlossen) scheinen ihre Entschlossenheit zu bezweifeln, da viele europäische Länder wegen der Energiekrise vor einer Rezession stehen. Der EUR litt zudem unter erhöhten geopolitischen Risiken und deutlich steigenden Zinsaufschlägen für italienische Staatsanleihen, was den Handlungsspielraum der EZB einschränken könnte. Am schlechtesten schnitten in Europa GBP und NOK ab. Das GBP brach ein, weil die Anleger nach der Präsentation des «Mini Budget», das bedeutende ungedeckte Steuerensenkungen beinhaltet und die Emission von Schuldtiteln bereits im laufenden Fiskaljahr deutlich ankurbeln wird, das Vertrauen in die neue Regierung verloren haben. Zur Wiederherstellung des Vertrauens in das GBP dürfte es erhebliche Zinserhöhungen durch die Bank of England und/oder ein Zurückkrebsen beim Budget benötigen. Die NOK-Schwäche war derweil auf Äusserungen der Norges Bank, dass sie die geldpolitische Straffung verlangsamen könnte, und niedrigere Ölpreise zurückzuführen. Die fundamentalen Treiber der Devisenmärkte dürften bis Jahresende weitgehend unverändert bleiben. Daher erwarten wir infolge der geldpolitischen Straffung weiterhin einen starken USD und aufgrund der sich verschärfenden Energiekrise schwache europäische Währungen. In Europa dürfte der CHF eine Ausnahme bleiben, da er durch zunehmende geopolitische Risiken weiterhin gestützt wird.

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, 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.