

November/Dezember 2022

## Zinsen und Anleihen

Zentralbanken noch nicht am Wendepunkt

### USA

- Die Rendite auf zehnjährige US-Staatsanleihen stieg im Oktober temporär um fast 60 Basispunkte (BP) und lag Ende Monat 27 BP höher als im Vormonat.
- Das Fed erhöhte die Leitzinsen im November erneut um 75 BP. Es dürfte in den nächsten Sitzungen kleinere Schritte vornehmen, wobei der Höchstzinssatz nächstes Jahr rund 5% erreichen dürfte.

### Eurozone

- Die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen schloss den Oktober weitgehend unverändert ab, erreichte aber vorübergehend ein neues Zyklushoch von 2.42%, bevor sie wieder stark einbrach.
- Erwartungsgemäss erhöhte die EZB im Oktober die Zinsen um 75 BP und passte andere geldpolitische Instrumente an, betonte aber auch das Abwärtsrisiko beim Wachstum. Die Erwartungen der Finanzmärkte zu künftigen EZB-Zinsschritten schwanken angesichts des Mix aus zweistelligen Inflationsraten und verstärkten Rezessionssignalen recht stark.

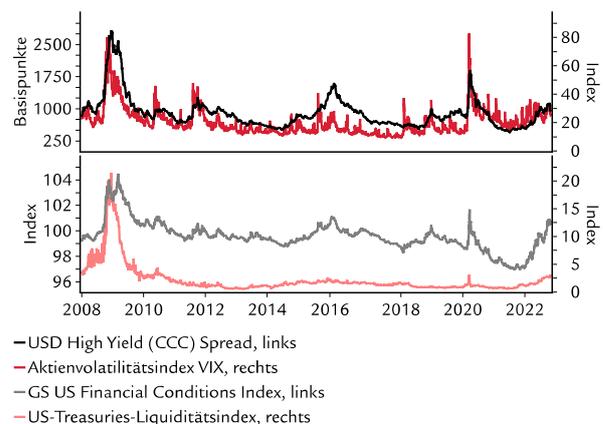
### Vereinigtes Königreich

- Die Rendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen sank um 60 BP, weil sich die politische Lage mit der Wahl eines neuen Premierministers und einem restriktiveren fiskalpolitischen Ausblick beruhigte.
- Die Bank of England wird als erste Zentralbank aktiv Vermögenswerte im Rahmen der quantitativen Straffung verkaufen, obwohl sie erst kürzlich wieder Anleihen kaufen musste, um eine Kernschmelze am britischen Staatsanleihenmarkt zu verhindern.

### Schweiz

- Angesichts des erwarteten Rückgangs der Oktober-Inflation sanken die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen im Monatsverlauf um 7 BP.
- Wegen der vergleichsweise tiefen Inflation dürften die SNB-Zinsschritte insgesamt weniger aggressiv sein als bei anderen Zentralbanken. Die SNB dürfte ihren Leitzins im Dezember dennoch um 75 BP anheben, da sie sich im Gegensatz zu anderen Zentralbanken nur vierteljährlich trifft.

### Indikatoren für Stress an den Finanzmärkten



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Goldman Sachs (GS), Swiss Life Asset Managers

Der Ruf nach einer Kehrtwende in der Zentralbankpolitik wird angesichts des abflauenden Wirtschaftswachstums und des vermeintlichen Stresses an den Finanzmärkten lauter. Doch trotz verschärfter Finanzbedingungen und schwächerem Wachstum ist die Situation weder düster noch die Inflation tief genug, um das Ende der geldpolitischen Straffung einzuläuten. Die Inflation in der Eurozone liegt bei über 10% und steigt, wobei die Konsumentenpreise in den letzten drei Monaten annualisiert gar um 14% anstiegen. In den USA könnte die Inflation ihren Peak zwar erreicht haben, aber die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, tendiert weiter nach oben. Zudem bleibt der US-Arbeitsmarkt robust. Auch ein Blick auf die Indikatoren für finanziellen Stress gibt nicht unmittelbar Grund zur Sorge: Kreditspannen von Anleihen mit CCC-Rating, implizite Aktienvolatilität (VIX), Liquidität von US-Treasuries und Indizes zu den allgemeinen Finanzbedingungen weisen alle keine Extremwerte auf. Das Ende des Zinserhöhungszyklus naht, es sollte aber nicht als Kehrtwende missverstanden werden. Die Zentralbanken wollen weiterhin ihre Bilanz abbauen und die Leitzinsen noch länger hoch halten, um die Inflation zu bekämpfen. Das wird letztlich nur mit höherer Arbeitslosigkeit und geringerem Wachstum gelingen. Wir sind daher beim Kreditrisiko defensiv positioniert und halten die Duration kurz.

# Aktien

Hoffnung auf geldpolitische Wende beflügelt Märkte

## USA

- US-Aktien legten im Oktober 7.9% zu (der Dow-Jones-Index gar über 14%) und machten damit den schwachen September wett. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt nun -19.2%.
- Haupttreiber war die Überzeugung der Marktteilnehmer, dass das Fed bald keine Zinsschritte mehr vornehmen würde.
- Die Geschäftsberichte übertrafen die Erwartungen, aber im Jahres- und im Quartalsvergleich ist das Gewinnwachstum negativ. Bei Firmen, deren Ergebnis die Erwartungen enttäuschte, (z. B. Meta) brach der Aktienkurs deutlich ein.

## Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone legte im Oktober 7.9% zu und büsste seit Jahresbeginn 16.2% ein.
- In Europa sieht die Berichtssaison besser aus als in den USA. Trotz schwierigem Wirtschaftsumfeld stiegen die Gewinne im Vergleich zum Vorjahr an.

## Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt 2022 der mit Abstand beste Performer. Er legte seit Jahresbeginn um 1.5% zu, im Oktober um 2.8%.
- Das britische makroökonomische Umfeld ist derzeit äusserst schwierig, was zum Rücktritt der Premierministerin und zu massiven Zinsbewegungen führte, die durch eine Intervention der Bank of England eingedämmt werden mussten.

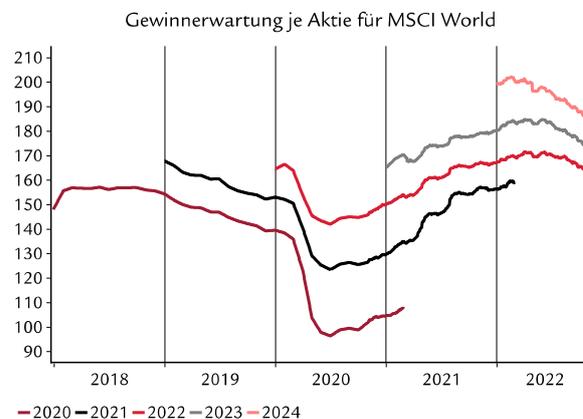
## Schweiz

- Der Schweizer Markt legte im Oktober um 4.8% zu (Performance seit Anfang Jahr: -16.2%). Die Schweiz schnitt 4.2% unter dem globalen Aktienmarkt ab.
- Kleinere Firmen hatten bisher ein sehr schwieriges Jahr. Die Small- und Mid-Cap-Benchmark SMIM verlor seit Jahresbeginn 28.3%. Diese Firmen sind im Mittel zyklischer als diejenigen im SMI-Large-Cap-Index.

## Schwellenländer

- Die Schwellenländer büssten im Oktober in USD weitere 3.1% ein. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -29.4%.
- Haupttreiber bleibt China. Das Vertrauen in die chinesische Regierung nimmt schon seit geraumer Zeit ab und der jüngste Parteitag verstärkte das Misstrauen weiter. Der chinesische Aktienmarkt büsste im Oktober 15.6% und seit Jahresbeginn 40% ein.

## Entwicklung der erwarteten Gewinne



Quellen: Factset, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Wir betonen schon seit Monaten, dass die Gewinnerwartungen zu optimistisch waren und bleiben, auch wenn sie in den letzten Wochen deutlich zurückgegangen sind. Die Berichtssaison für Q3 2022 zeigte, dass es den Firmen schwerfällt, ihre Gewinne zu steigern, v. a. in den USA, wo die Gewinne im Jahresvergleich um 3% sanken und die Umsätze (auch dank Inflation) um 9% zulegten. Beide Wachstumsraten lagen aber über den Erwartungen. In den Sektoren Finanzwesen, Materialien und Kommunikation gingen die Gewinne um über 10% zurück. Der Energiesektor erzielte dagegen ein Gewinnwachstum von 200%. Trotz der schwachen Ergebnisse legte der US-Aktienmarkt seit Beginn der Berichtssaison um rund 9% zu. Die Eurozone schnitt überraschend gut ab. Die Gewinne stiegen um 6%, die Umsätze um 23%. Wie in den USA verzeichnete der Energiesektor das grösste Gewinnwachstum (57%). Die Gewinne sanken nur in zwei Sektoren (IT und Materialien). Der Marktkonsens geht für die Jahre 2023 und 2024 weiterhin von einem Gewinnwachstum im hohen einstelligen Bereich aus (siehe Grafik). Zudem liegen die Gewinnschätzungen für 2023 immer noch über denen von Anfang 2022. Durchläuft, wie wir erwarten, die Eurozone eine Winterrezession und die USA eine Rezession im Jahr 2023, sind solche Erwartungen zu optimistisch. Seit dem Zweiten Weltkrieg gingen die Gewinne in Rezessionen um durchschnittlich 16% zurück und legten in keiner Rezession zu, schrumpften in drei von elf Fällen aber weniger als 10%. Der Rückgang war geringer, wenn die Rezession in eine Phase hoher Inflation fiel. Betrachtet man die aktuellen Gewinnerwartungen, scheint der Markt eine sanfte Landung der Wirtschaft im Jahr 2023 einzupreisen, ein aus unserer Sicht zu optimistisches Szenario.

# Währungen

Nur eine kurze Verschnaufpause für EUR/CHF

## USA

- Der USD wertete im Oktober handelsgewichtet ab und verlor vs. zyklische Währungen wie EUR und GBP, legte aber vs. JPY und CNY, den wichtigsten Handelspartnern der USA in Asien, zu.
- Wir halten das Gerede von einer Kehrtwende in der US-Geldpolitik, die den USD im Oktober untergrub, für verfrüht. Mit einem bereits attraktiven Zinsvorteil («Carry») dürfte der USD bis Ende Jahr stark bleiben.

## Eurozone

- Der EUR profitierte im Oktober von einem risiko-freundlichen Marktumfeld und höheren Markterwartungen zur Straffung der EZB. Der starke Rückgang der Strom- und Gaspreise im Spotmarkt könnte ebenfalls zur EUR-Erholung beigetragen haben, da der vorangehende Anstieg der Energiepreise die Leistungsbilanz der Eurozone einbrechen liess.
- Doch angesichts der kommenden Winterrezession bezweifeln wir die Entschlossenheit der EZB zur Inflationsbekämpfung und erwarten, dass der EUR bis Jahresende vs. USD und CHF wieder abwertet.

## Vereinigtes Königreich

- Der Regierungswechsel und die darauf folgende Kehrtwende in der britischen Fiskalpolitik führten zu einer starken Erholung des GBP nach dem Tief von Ende September.
- Trotz des wiederhergestellten Vertrauens sprechen schwache Fundamentaldaten (Leistungsbilanzdefizit und bevorstehende Rezession) nach wie vor für einen tieferen GBP/USD-Wechselkurs.

## Schweiz

- Der CHF wertete im Oktober vs. die meisten Hauptwährungen ab.
- Er dürfte aber dank der tiefen Inflation, der glaubwürdigen Fiskalpolitik und relativ geringer Rezessionsrisiken gefragt bleiben. Sobald sich die Marktstimmung wieder verschlechtert, rechnen wir mit einer erneuten CHF-Aufwertung, vor allem vs. EUR.

## Japan

- USD/JPY legte im Oktober weiter zu.
- Unsere Haltung vs. USD/JPY ist neutral. Die Bank of Japan dürfte auf kurze Sicht an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten, aber der JPY ist nun so stark unterbewertet, dass das Potenzial einer weiteren Abwertung beschränkt scheint.

## Zinsvorteil stützt EUR vs. CHF



Neben dem JPY wertete der CHF im Oktober von den Hauptwährungen handelsgewichtet am stärksten ab. Die Bewegung war vs. EUR besonders stark, wobei EUR/CHF den grössten monatlichen Anstieg (+2.6%) seit Juli 2017 verzeichnete. Die SNB nutzte die Gelegenheit, um die CHF-Liquidität zu reduzieren. Die gesamten Sichteinlagen sanken von CHF 754 Mrd. Mitte September auf CHF 582 Mrd. Ende Oktober, was v. a. auf Repogeschäfte und die Emission von SNB Bills, aber in geringem Umfang auch auf den Verkauf von Fremdwährungen zurückzuführen ist. Was den EUR vs. CHF im Oktober sicherlich stützte, waren das allgemein risikofreudige Marktumfeld und die grösseren Zinsdifferenzen. Die Rendite zweijähriger deutscher Staatsanleihen entsprach im Q1 2022 mehr oder weniger derjenigen ihres Schweizer Pendant. Die Zinsdifferenz («Carry») ist jedoch seit Mitte September deutlich angestiegen, von rund 50 auf 150 BP Ende Oktober. Dies zeigt die Einschätzung der Finanzmärkte, dass die EZB mehr Zinsschritte vornehmen muss als die SNB, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Davon gehen zwar auch wir aus, wir halten aber die Markterwartungen zu den Zinserhöhungen durch die EZB für zu aggressiv. Insbesondere die bevorstehende Rezession und die hohe Risikoprämie auf italienische Staatsanleihen sprechen für einen vorsichtigeren Zinspfad. Mit dem grossen, zunehmenden Inflationsgefälle zwischen der Schweiz und der Eurozone, das den Wert des EUR untergräbt, dürfte der Weg des geringsten Widerstands für EUR/CHF bis Jahresende weiter nach unten führen.

## 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.