

Februar 2022

## Zinsen und Anleihen

Gibt der Januar den Rest von 2022 vor?

### USA

- Die Zinskurven verflachten sich im Januar, weil die Renditen am kurzen Ende stärker stiegen als am langen Ende. Weitere Leitzinserhöhungen wurden aufgrund der anhaltend hohen Inflation vom Markt eingepreist.
- Das Fed wird im März so gut wie sicher mit einer Anhebung der Leitzinsen beginnen. Wir erwarten nun insgesamt vier Zinsschritte um je 25 BP im Jahr 2022 und auch den Beginn des Bilanzabbaus später im Jahr.

### Eurozone

- In der Eurozone stieg der mittlere Teil der Zinskurven im Januar an, während das sehr kurze und das lange Ende weitgehend unverändert blieben.
- Die EZB schlägt zwar restriktivere Töne an, aber Zinserhöhungen dürften dieses Jahr nicht zu erwarten sein. Das Ende der TLTRO (gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte) wird jedoch zum ersten Mal seit fast zehn Jahren die Bilanz schrumpfen lassen.

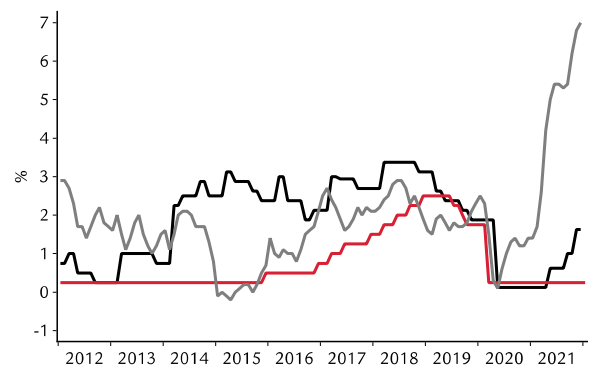
### Grossbritannien

- In Grossbritannien stiegen die Zinsen im Januar fast parallel über die verschiedenen Laufzeiten an.
- Da das Omikron-Risiko sinkt, glauben wir, dass die Bank of England ihren Zinserhöhungspfad nach der überraschenden Pause im November und der ebenso überraschenden Erhöhung im Dezember fortsetzen wird.

### Schweiz

- Auch in der Schweiz stiegen die Zinsen letzten Monat an und die Zinskurve verflachte sich.
- Da die CHF-Stärke für die SNB ein grösseres Thema ist als die Inflation, erwarten wir keine Änderung der lockeren Geldpolitik 2022 und wohl sogar 2023, was eine Ausweitung der Zinsdifferenz mit der Eurozone ermöglicht.

### Wie aggressiv kann das Fed werden?



– Gesamtinflation – US-Leitzins, Obergrenze  
– Medianprognose der FOMC-Mitglieder für die Leitzinsen in 2 Jahren  
Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Der Januar gibt oft den Ton für den Rest des Jahres an. Bisher ist 2022 schlecht gestartet: Sowohl die Renditen auf Staatsanleihen als auch die Spreads legten zu. Daher waren die Gesamtrenditen negativ: EUR-Unternehmensanleihen sanken um 66 Basispunkte (BP), USD-Unternehmensanleihen aufgrund der stärkeren Zinsbewegung und der längeren Duration im USD-Segment gar um 346 BP. Die Erwartungen an eine schnellere Straffung der Geldpolitik bekamen den Anlegern offensichtlich nicht gut, obwohl wir uns aufgrund der steigenden Zentralbankbilanzen immer noch im Lockerungsmodus befinden. Es war zwar kein guter Jahresauftakt, aber die Reaktion der Kreditspannen war recht verhalten: EUR- und USD-Spreads weiteten sich nur um 7 bzw. 8 BP aus. Vor allem angesichts des Ausverkaufs im Aktienmarkt wurden Unternehmensanleihen relativ gut gestützt. Dennoch könnte uns dieser Auftakt einen Einblick in das geben, was uns 2022 erwartet. Fast sicher ist die Rückkehr der Spread-Volatilität, da der Rückenwind durch die Zentralbanken nachlässt. Die Spreads dürften sich daher ausweiten. Kurzfristig sehen wir auch mehr Aufwärtspotenzial bei den Zinsen, weil die Inflation hoch bleibt und sich die Zentralbanken zu einer restriktiveren Anpassung ihrer Politik gezwungen sehen könnten. Wir bleiben daher beim Kreditrisiko vorsichtig und halten in unseren Portfolios die Duration kurz.

# Aktien

Verlagerung von Wachstums- zu Wertaktien

## USA

- Der US-Markt hat 2022 bisher 8.8% eingebüsst (alle Daten per 25. Januar). Es ist der schwächste Jahresbeginn seit 2009, als der S&P 500 Index im Januar 8.6% verlor. Die Aussicht auf vier Zinsschritte durch das Fed und steigende Staatsanleiherenditen waren die Hauptgründe für die Verkaufswelle.
- Der US-Markt ist teuer und stärker auf Wachstumsaktien ausgerichtet als andere entwickelte Märkte (siehe Haupttext). Dies könnte daher die erste Episode seit vielen Jahren sein, in der sich der US-Markt schlechter als seine Mitbewerber entwickelt.

## Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste in den ersten Wochen von 2022 5.9% ein.
- Er ist attraktiver bewertet und hat eine wertorientiertere Sektorstruktur als der US-Markt. Dass von der EZB in diesem Jahr keine Leitzinserhöhung erwartet wird, spricht ebenfalls für Eurozonenaktien.

## Grossbritannien

- Nach mehreren schwachen Jahren entwickelte sich der britische Markt 2022 bisher besser als seine Mitbewerber. Der FTSE 100 verlor nur 0.4%. Das letzte Jahr, in dem der britische Markt den globalen Markt übertraf, war 2011.
- Von den wichtigsten Industrieländern weist der britische Markt die tiefste Bewertung und die höchste Dividendenrendite auf. Er ist zyklischer als andere Märkte und weist ein relativ hohes Gewicht an Sektoren auf, die im aktuellen Umfeld gut performen (Finanzwesen, Energie, Basiskonsumgüter).

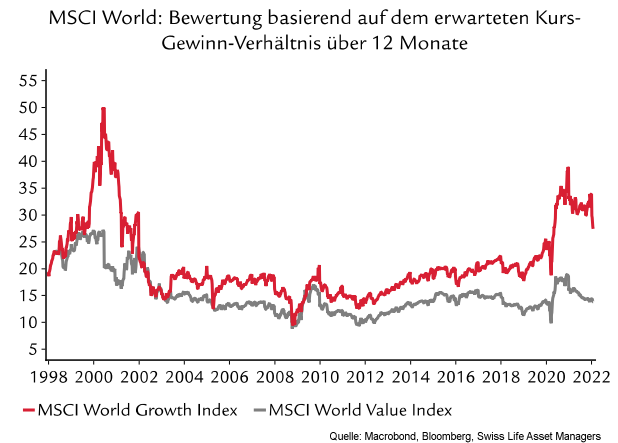
## Schweiz

- Auch der Schweizer Markt startete schwach ins Jahr 2022 und verlor 7.8%. Index-Schwergewichte wie Roche oder Lonza hatten einen grossen Einfluss, aber auch viele kleinere Namen im Tech- und im Pharmabereich gerieten unter Druck.
- Schweizer Aktien profitieren vom globalen Wachstum, aber die Bewertungen sind hoch.

## Schwellenländer

- Mit einem Verlust von 1.0% hielten sich die Schwellenländeraktien gut und entwickelten sich klar besser als die Pendants in den Industrieländern.
- Die Bewertung ist attraktiv und erste Anzeichen einer vermehrt unterstützenden Fiskal- und Geldpolitik in China stützten den Markt.

## Wachstum vs. Wert: Bewertungslücke schliesst sich weiter



In den letzten zwölf Monaten entwickelten sich globale Wertaktien deutlich besser als Wachstumsaktien (17% vs. 2%). Allein in diesem Jahr erzielten Wertaktien bisher eine Überperformance von 11%. Die langanhaltende Überperformance von Wachstumsaktien ging aber bereits im Juli 2021 zu Ende. Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens wurde in den letzten Monaten klar, dass die Zentralbankpolitik weltweit weniger expansiv werden würde. Steigende Zinsen sind ein grösseres Problem für stark fremdfinanzierte Firmen mit geringer aktueller Profitabilität, z. B. Tech-, Biotech- oder SPAC-Aktien (Special Purpose Acquisition Companies). Zweitens erreichte die Bewertungslücke zwischen Wert- und Wachstumsaktien jüngst ein Allzeithoch: Die Differenz im erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis lag Ende letzten Jahres bei über 20 (39.5 bei Wachstums- vs. 18.8 bei Wertaktien, siehe Grafik). Künftig dürften sich die Performance- und Bewertungslücke zwischen Wachstums- und Wertaktien weiter schliessen. Das Zinsumfeld wird für Wachstumsaktien ungünstiger und die aktuelle Bewertungslücke ist immer noch zu gross. Zudem bleiben das erwartete Umsatz- und Gewinnwachstum bei Wachstumsaktien sehr hoch und dürften übertrieben sein. Zum Beispiel ist Tesla trotz eines Marktanteils von klar unter 5% und fast keinem Gewinn höher bewertet als die nächsten zehn grössten Autohersteller zusammen. Tesla müsste wohl 50% des Automarkts erobern, um die aktuellen Bewertungen zu rechtfertigen. Wenn wir Recht haben, dürften wert- und fundamental orientierte Anleger profitieren. Ebenfalls könnten sich Nicht-US-Aktienmärkte 2022 überdurchschnittlich entwickeln.

# Währungen

## Verstärkte geldpolitische Divergenz

### USA

- An der Fed-Sitzung vom 26. Januar wurden geldpolitisch restriktive Töne angeschlagen, was erneut zu USD-Stärke führte: Der handelsgewichtete USD legte seit Jahresbeginn um rund 1% zu.
- Wir halten an unserer Einschätzung einer Aufwertung des USD vs. EUR und JPY für den nächsten Monat fest. Hauptgrund dafür sind die wachsenden Zinsdifferenzen («Carry»).

### Eurozone

- Der EUR weist seit Jahresbeginn eine gemischte Performance auf: Er verlor vs. USD und GBP, stagnierte vs. CHF, gewann aber vs. SEK 1.7%.
- Die Inflation dürfte in der Eurozone schneller abflauen als in den USA. Höhere Energiepreise aufgrund zunehmender geopolitischer Spannungen stellen für unsere Inflationsprognosen ein Aufwärtsrisiko dar, dürften aber keine Reaktion der EZB auslösen. Wir halten daher an unserer negativen Sicht auf EUR/USD fest.

### Grossbritannien

- Das GBP ist seit Jahresbeginn relativ gut gestützt. Es ging vs. USD nur leicht zurück und legte vs. EUR fast 1% zu.
- Wir erwarten weitere Leitzinserhöhungen durch die Bank of England in diesem Jahr, was zu einer zusätzlichen Aufwertung vs. EUR führen dürfte. Unsere Sicht auf GBP/USD bleibt neutral.

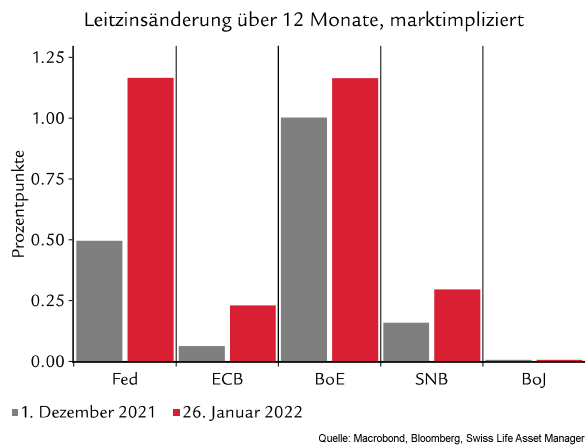
### Schweiz

- EUR/CHF kratzte im Januar kurz an der 1.05-Marke, tauchte aber rasch wieder unter 1.04.
- Wir sehen für CHF vs. EUR mittelfristig aufgrund der fast inexistenten Zinsdifferenz zu Deutschland weiteres Aufwertungspotenzial. Geopolitische Risiken bezüglich der Spannungen zwischen Russland und der Ukraine könnten die EUR/CHF-Schwäche verstärken.

### Japan

- USD/JPY schwankt seit Jahresbeginn um die 115-Marke.
- Im Einklang mit unserer Einschätzung einer allgemeinen USD-Stärke dürfte USD/JPY in den nächsten Monaten etwas zulegen.

### Märkte preisen 4 bis 5 Fed-Zinsschritte über 12 Monate ein



Die geldpolitische Divergenz wird für die Devisenmärkte dieses Jahr entscheidend sein. Die Markterwartungen bezüglich der Straffung der US-Geldpolitik sind in die Höhe geschossen. Anfang Dezember 2021 preisten die Zinsmärkte noch zwei Zinsschritte durch das Fed (um je 25 BP) über zwölf Monate ein, nach der restriktiven FOMC-Sitzung vom 26. Januar waren es vier bis fünf (siehe Grafik). Die Leitzinserwartungen für andere Zentralbanken grosser Industrieländer stiegen nur geringfügig oder im Fall der Bank of Japan (BoJ) gar nicht, trotz vorübergehender Gerüchte, dass sie sich von ihrer ultraexpansiven Geldpolitik abwenden könnte. Die grösste Überraschung war die verhaltene Reaktion des USD auf die zunehmende geldpolitische Divergenz seit Anfang Dezember. EUR/USD schwankte um die 1.13-Marke und USD/JPY stieg nur moderat an. Erst die restriktiven Kommentare von Fed-Chef Powell am 26. Januar an der Pressekonferenz nach der FOMC-Sitzung gaben dem USD neue Kraft. Eine Erklärung für die gedämpfte Reaktion könnte sein, dass unsere Sicht auf die USD-Stärke bereits 2021 zum Konsens geworden war und die spekulative Positionierung der Devisenhändler seit geraumer Zeit stark auf USD-Stärke ausgerichtet ist. Auch überraschend führten die zunehmenden geopolitischen Risiken im Zusammenhang mit den Spannungen zwischen Russland und der Ukraine nicht zu einer deutlichen Rally von Fluchtwährungen wie CHF und JPY. Dennoch bleiben wir bei unserer vor einem Monat geäusserten Sicht auf 2022: Fortsetzung der USD-Aufwertung auf handelsgewichteter Basis und anhaltende Stärke des CHF vs. EUR.

## Swiss Life Asset Managers



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
@MarcBruetsch



**José Antonio Blanco**  
**Head Investment Management**  
joseantonio.blanco@swisslife.ch

### 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, 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.