

März 2022

Zinsen und Anleihen

Die Risikoprämien sind wieder zurück

USA

- Das «Bear Flattening» der Zinskurve (d. h. die Renditen am kurzen Ende steigen schneller als am langen) setzte sich im Februar fort. Die Renditen zweijähriger US-Treasuries stiegen um 31 Basispunkte (BP), da aufgrund der hohen Inflation höhere US-Leitzinsen eingepreist wurden.
- Zeitweise preisten die Märkte bis zu sieben Zinsschritte (um je 25 BP) für das Jahr 2022 und für die FOMC-Sitzung im März gar einen um 50 BP ein. Die Einpreisung sank auf fünf bis sechs Zinsschritte für 2022, als der Ukraine Konflikt in einen offenen Krieg mündete.

Eurozone

- Die Aufwärtsbewegung der Renditen auf europäische Staatsanleihen war etwas weniger ausgeprägt. Die Zinskurven bewegten sich fast parallel um 30 BP nach oben, bevor sie mit dem Kriegsausbruch in der Ukraine wieder zurückgingen.
- Da die Inflation auch in Europa steigt, sendete die EZB an der Februarsitzung restriktive Signale aus. Die Märkte preisten jedoch infolge der Verschlechterung der geopolitischen Lage Zinsschritte dieses Jahr fast vollständig wieder aus.

Grossbritannien

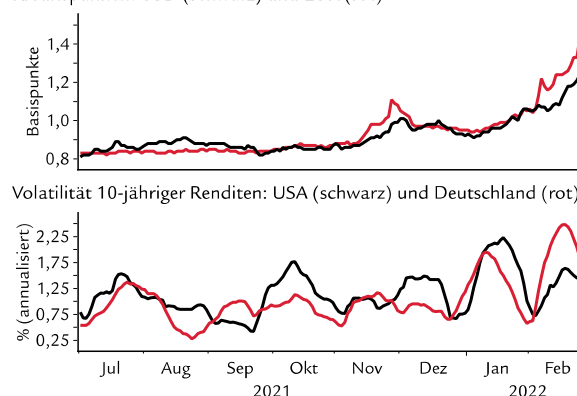
- Die Zinskurven verflachten sich im Februar vorübergehend. Der Zwei-Jahres-Punkt stieg um über 50 BP, um gegen Monatsende wieder um 40 BP zu sinken. Das lange Ende der Zinskurve legte um 20 BP zu.
- Die Bank of England hob die Leitzinsen im Februar an. Wir erwarten weitere Zinsschritte.

Schweiz

- Die Schweiz war im Februar wieder eine Ausnahme, da die Zinsbewegungen weniger stark ausfielen. Die Renditen stiegen um 10 bis 15 BP und die Kurve wurde leicht steiler.
- Die SNB befindet sich in einer relativ komfortablen Lage, da die Inflation in der Schweiz weniger stark ein Thema ist.

EUR-Spreads reagieren stärker auf Krise als USD-Spreads

Kreditspannen: USD (schwarz) und EUR (rot)



Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Volatilität = realisierte Volatilität

Letztes Mal betonten wir die verhaltene Reaktion von Kreditspannen im Vergleich zu den Verlusten am Aktienmarkt. Diesen Monat holten die Spreads auf und stiegen wegen des Ukrainekonflikts und der restriktiven Kommentare der grossen Zentralbanken. Für die EZB scheinen ein früherer Ausstieg aus den Pandemie-Kaufprogrammen und gar ein Zinsschritt 2022 nun möglich, was die Finanzmärkte noch vor wenigen Wochen für unwahrscheinlich hielten. In Kombination mit der höheren Zinsvolatilität führte dies zu einer Neubewertung des Kreditrisikos: Die Kreditspannen weiteten sich in EUR und USD um 33 BP bzw. 15 BP aus. Das aktuelle Niveau der EUR-Kreditspannen von 138 BP erscheint uns eher hoch, da die Wirtschaftsdaten robust bleiben dürften. Das geopolitische Risiko ist zwar hoch, aber die Effekte von Kriegen auf die Finanzmärkte sind historisch meist recht kurzlebig. Bleibt der Krieg auf die Ukraine beschränkt und stoppt Russland die Gaslieferungen nach Europa nicht ganz, ist zu gegebener Zeit mit einer Erholung der Risikoanlagen zu rechnen. Starke Primärmarkt-emissionen im März könnten aber neuen Aufwärtsdruck auf die Kreditspannen ausüben. Daher würden wir engere Kreditspannen als Chance zur Risikominderung nutzen. Bei der Duration bleiben wir neutral, da die volatile geopolitische Lage dem Effekt der Inflation auf die Zinsen kurzfristig entgegengewirkt.

Aktien

Suche nach Orientierung

USA

- Im Februar verlor der US-Markt 2.8%. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt –8.6%. Erstmals seit vielen Jahren ist der US-Markt von allen grossen Märkten der schwächste.
- Hauptgrund für den schwachen Jahresstart sind die stark veränderten Markterwartungen an die US-Geldpolitik. Ende Dezember 2021 wurden drei Zinsschritte (um je 25 Basispunkte) erwartet, heute preist der Markt fünf bis sechs Zinserhöhungen ein. In der letzten Februarwoche war der Ukrainekrieg die treibende Kraft der Verluste am Aktienmarkt.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste im Februar 4.5% und 2022 rund 7.9% ein.
- Die veränderten Erwartungen an die Zentralbankpolitik waren auch im Euroraum ein wichtiger Treiber. Anders als Ende letzten Jahres preisen die Märkte nun einen ersten kleinen Zinsschritt bereits Ende 2022 ein. Die Eskalation im Ukrainekonflikt hat für den europäischen Markt grössere negative Auswirkungen als für die anderen.

Grossbritannien

- Nach mehreren schwachen Jahren entwickelte sich der britische Markt dieses Jahr besser als seine Mitbewerber. Er legte im Februar um 1.2% und seit Jahresbeginn um 2.8% zu.
- Der britische Aktienmarkt weist nach wie vor die tiefste Bewertung der grössten Industrieländer auf.

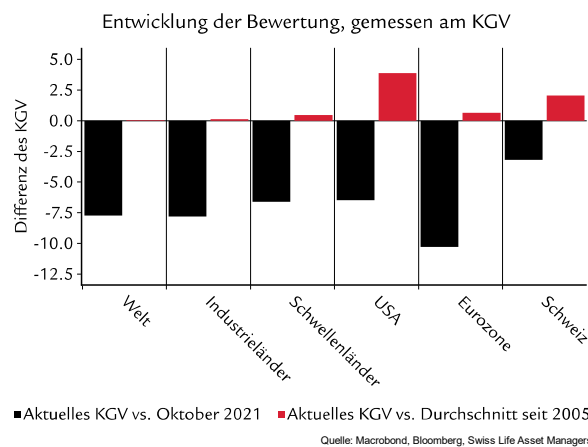
Schweiz

- Die schwache Performance des Schweizer Markts hielt im Februar an. Der Markt büsste diesen Monat 2.3% und seit Jahresbeginn 7.9% ein.
- Im SMI schnitten zyklische Industrieunternehmen am schwächsten ab.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer verzeichneten mit einem Rückgang von 4.0% seit Jahresbeginn und einem Minus von 2.9% im Februar eine weniger negative Performance als Industrieländer. Die Outperformance beträgt seit Jahresbeginn 2.9%.
- Die Bewertung ist attraktiv und erste Anzeichen einer expansiveren Fiskal- und Geldpolitik in China stützen den Markt.

Bewertungen zurück auf historischem Durchschnitt



Die Unternehmensgewinne für das Q4 2021 sind sehr gut. In den USA liegt das Gewinnwachstum vs. Q4 2020 bei 28% und das Umsatzwachstum bei 16%. In der Eurozone, wo die pandemiebedingten Einschränkungen Ende 2020 strenger waren, stiegen die Gewinne im Q4 2021 im Jahresvergleich gar um 99% und der Umsatz um 27%. In beiden Märkten wurden die Analystenerwartungen bei den Gewinnen um rund 5–10% und beim Umsatz um 3–12% übertroffen. Die Prognosen für 2022 bleiben weitgehend unverändert und beinhalten Gewinnwachstumsraten von 5–10%. Das starke Gewinnwachstum und die jüngste Korrektur der globalen Aktienmärkte führten zu einer Normalisierung der Bewertungen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) sank auf absoluter Basis um 5–10 Punkte. Die aktuellen KGV liegen in Industrieländern (ohne USA) und Schwellenländern nun im historischen Durchschnitt. Im US-Markt liegt das aktuelle KGV bei 21, in der Eurozone viel tiefer bei 15. Die Bewertungen sind zwar attraktiver, aber die Aussicht auf schwindende geldpolitische Unterstützung wirken den Märkten in den kommenden Monaten klar entgegen. In Zeiten steigender Zinsen gehen die Bewertungen von Aktien historisch gesehen zurück, sodass sich das aktuelle Bild weitgehend mit vergangenen Entwicklungen deckt. Zudem belastete jüngst der Krieg in der Ukraine die Aktienmärkte. Historisch wirkten sich geopolitische Ereignisse meist nur für relativ kurze Zeit auf die Aktienmärkte aus (vgl. «Perspektiven Asset Allocation»). Unsere Sicht auf Aktien ist deshalb mittelfristig konstruktiv, aber auf kurze Frist zurückhaltend, da wir den Tiefpunkt der Anlegerrängste bezüglich des Ukrainekonflikts wahrscheinlich noch nicht erreicht haben.

Währungen

USD im März weiterhin gut gestützt

USA

- Die anfängliche USD-Schwäche Anfang Februar kehrte sich mit der raschen Eskalation der Lage in der Ukraine rasch um. Der USD spielte seine Rolle als Fluchtwährung bei geopolitischen Ereignissen aus und wertete vs. die zyklischeren Währungen EUR und GBP im Februar auf.
- Die Ungewissheit der geopolitischen Lage und die Tatsache, dass das Fed seinen Straffungskurs wohl fortsetzen wird, werden den USD vs. alle wichtigen Industrieländerwährungen im März weiter stützen.

Eurozone

- Unter den wichtigsten Industrieländerwährungen ist der EUR am anfälligsten für den Krieg in der Ukraine. Das Problem ist nicht nur die geografische Nähe, sondern v. a. die Abhängigkeit von russischen Gasimporten.
- Zudem könnte sich die EZB vorübergehend etwas moderater zeigen, was zur EUR-Schwäche beitragen könnte. Wir halten daher an unserer negativen Sicht auf EUR/USD fest.

Grossbritannien

- Bei GBP/USD ging es im Februar auf und ab und das Paar schloss den Monat fast unverändert ab.
- Entsprechend unserer Erwartung von genereller USD-Stärke änderten wir unsere Sicht auf GBP/USD von neutral zu negativ.

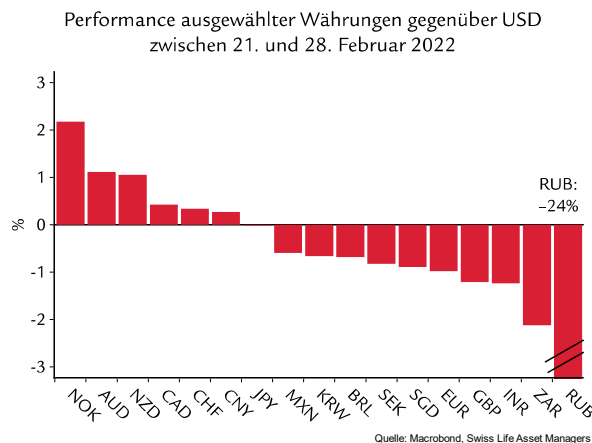
Schweiz

- EUR/CHF fiel im Februar auf 1.03, weil die Anleger in sichere Häfen flüchteten.
- Bei diesen tiefen Niveaus ist unsere Sicht auf EUR/CHF neutral, da viel Unsicherheit bereits eingepreist sein könnte. Bei einer deutlichen Eskalation, beispielsweise militärische Drohungen gegen westliche Länder, könnte sich EUR/CHF jedoch in Richtung Parität bewegen und neue Deviseninterventionen der SNB auslösen.

Japan

- USD/JPY schwankt seit Jahresbeginn um die 115-Marke.
- Aus den im Haupttext genannten Gründen dürfte der JPY in dieser Krise eine weniger geeignete Fluchtwährung sein und sich im kommenden Monat schlechter als der USD entwickeln. Zudem bleibt die Zinsdifferenz zugunsten eines höheren USD/JPY bestehen.

Rubel verliert in einer Woche ein Viertel seines Werts



Der Krieg in der Ukraine hinterliess an den Devisenmärkten seine Spuren. Nicht überraschend bekam der Rubel das meiste des harten Sanktionsregimes ab und verlor in der letzten Februarwoche ein Viertel seines Werts. Ebenso wenig überraschend legten die Währungen wichtiger Rohstoffexporteure infolge der höheren Rohstoffpreise zu. Das Pfund war eine Ausnahme. Obwohl Grossbritannien ein wichtiger Öl- und Gasproduzent ist und weniger von Exporten nach Russland abhängt als der Kontinent, war das GBP die schwächste grosse Industrieländerwährung. Bei geopolitischen Risikoereignissen flüchten Investoren oft in CHF und JPY, sehr oft auch USD. Der CHF erfüllte seine Rolle als Fluchtwährung wie erwartet, aber USD/JPY blieb in der Krisenperiode fast unverändert – angesichts der Natur des Schocks nicht allzu überraschend. Der grösste globale Effekt der Sanktionen gegen Russland sind höhere Rohstoffpreise, und hier ist Japan als wichtiger Nettoimporteur von fossilen Brennstoffen sehr exponiert. Somit ist die Krise ein negativer Schock für das Preisverhältnis im Aussenhandel («Terms of Trade»), was die Währung tendenziell schwächt. In den USA, mittlerweile ein wichtiger Öl- und Gasproduzent, ist die grösste wirtschaftliche Auswirkung der Krise eine höhere Konsumentenpreis-inflation, die das Fed auf Straffungskurs halten dürfte. Der USD-Zinsvorteil bleibt somit bestehen und stützt den USD vs. EUR, JPY, CHF und GBP. Eine negative EUR/USD-Sicht ist auch gerechtfertigt, weil eine geopolitische Eskalation v. a. Kontinentaleuropa treffen würde, nicht nur wegen der Nähe zum Krieg, sondern auch wegen seiner Gasabhängigkeit von Russland. Die Anleger dürften somit eine Risikoprämie in den Wechselkurs EUR/USD einbauen.

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.

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, 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. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.