

April 2022

Zinsen und Anleihen

Parabolische Zinsen

USA

- Die Renditen zweijähriger US-Treasuries schnellten im März um fast 90 Basispunkte (BP) in die Höhe. Der Spread zum Zehn-Jahres-Punkt drehte zum ersten Mal seit 2019 ins Negative (sogenannte Inversion der Zinskurve).
- Obwohl das Fed im März die Zinsen vorsichtig um 25 BP anhub, wurden die Wortmeldungen in darauffolgenden Reden von FOMC-Mitgliedern immer restriktiver. Diese forderten für kommende Sitzungen weitere Anhebungen in 50-BP-Schritten.

Eurozone

- Trotz des Ukrainekriegs und der damit verbundenen negativen Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft steht die Inflation im Vordergrund, wie der starke Anstieg der Zinskurve zeigt. Das kurze Ende legte um fast 70 BP zu, die 30-jährige Rendite um 56 BP.
- Mit dem Ende des Pandemiekaufprogramms und der Drosselung des APP (Asset Purchase Programme) in den nächsten Monaten preiste der Markt wieder Zinsschritte für 2022 ein, weil die EZB die Inflation zügeln muss.

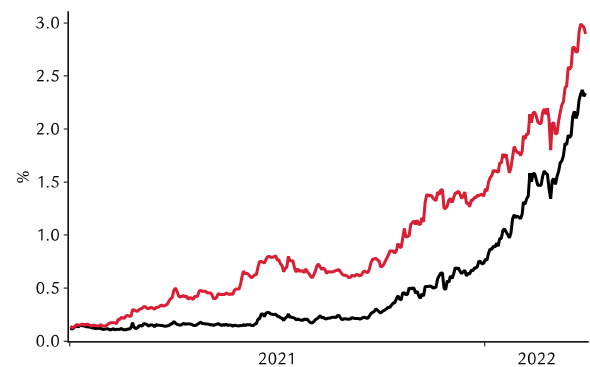
Grossbritannien

- Die britischen Zinsen stiegen zwar ebenfalls an, jedoch auf der ganzen Kurve nur um bescheidene 20 bis 30 BP.
- Die Bank of England erhöhte die Leitzinsen im März um 25 BP, da die Inflation weiter ansteigt.

Schweiz

- Im Einklang mit den europäischen Zinsen stiegen die Renditen Schweizer Staatsanleihen auf der gesamten Kurve ebenfalls um rund 40 BP.
- Die jüngsten Inflationsraten der Konsumentenpreise der Schweiz lagen zwar im klaren Gegensatz zu globalen Mitbewerbern bei relativ bescheidenen 2.2%, aber Produktions- und Importpreise zogen weiter auf 5.8% an.

Erwartung für Zinsschritte der Fed treibt Anleihenrenditen



— Rendite des Dezember 2023 Fed Funds Futures
— Generische Rendite einer 2-jährigen US-Staatsanleihe

Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Die Zinsen entwickelten sich parabolisch angesichts der steigenden Inflation und der Zentralbanken, welche die Inflation nicht mehr nur als temporäres Problem sehen, sondern sie nun mit allen Mitteln bekämpfen. Erst vor sechs Monaten preiste der Markt trotz stetig steigender Inflation nur zwei Zinsschritte durch das Fed bis Ende 2023 ein. Heute erwartet der Markt zwölf Zinsschritte (um je 25 BP) und mit einer 70%igen Wahrscheinlichkeit gar eine Anhebung um 50 BP im Mai. Bisher nahm dies der Kreditmarkt überraschend gut auf, obwohl wir die jüngste Verengung der Kreditspannen als eine technisch getriebene Erholung von Unternehmensanleihen ansehen. Das makroökonomische Umfeld verschlechtert sich seit einiger Zeit und die anhaltend hohe Inflation gepaart mit sich rasch verschärfenden finanziellen Bedingungen werden die Konsumenten und die Unternehmensgewinne weiter belasten. Da die Zentralbanken die Stimulierung drosseln und sich somit das «Auffangnetz» für die Kreditmärkte verkleinert, dürfte die Volatilität der Spreads hoch bleiben und die Kreditspannen steigen. Zudem sehen wir geopolitisch nach wie vor ein hohes Risiko, weshalb wir eine defensive Positionierung bevorzugen. Bei der Duration sind wir angesichts der bereits hohen Erwartungen bei den USD-Zinsen neutral, sehen aber immer noch höhere Renditen auf Staatsanleihen in Europa.

Aktien

Aktienholung im März

USA

- Im März legte der US-Markt um 5.1% zu. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt –4.1%.
- Der US-Markt schlug im März die anderen Märkte, da die US-Wirtschaft vom Ukrainekrieg und den Sanktionen gegen Russland, v. a. im Vergleich zu Kontinentaleuropa, viel weniger betroffen ist.
- Der US-Markt bleibt viel teurer als die anderen Märkte. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sank jedoch von 24 im März 2021 auf heute rund 20.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone legte im März um 0.6% zu und verlor 2022 bisher 8.1%.
- Wegen des Ukrainekriegs ist die Eurozone der schwächste Hauptmarkt und die Überperformance von Anfang Jahr kehrte sich um. Die wirtschaftlichen Effekte des Krieges und der Sanktionen sind in der Eurozone noch nicht vollständig ersichtlich.
- Die Bewertung ist recht attraktiv, das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt bei rund 14 und die Dividendenrendite bei 2.8%. Bemerkenswerterweise erhöhten sich seit Jahresbeginn die Erwartungen für das Gewinn- und Umsatzwachstum im Jahr 2022.

Grossbritannien

- Nach mehreren schwachen Jahren entwickelte sich der britische Markt dieses Jahr besser als seine Mitbewerber. Er legte im März um 2.9% und seit Jahresbeginn um 5.3% zu. Er ist der einzige grosse Markt, der seit Jahresbeginn positiv ist.
- Der britische Markt weist nach wie vor die tiefste Bewertung der grössten Industrieländer auf.

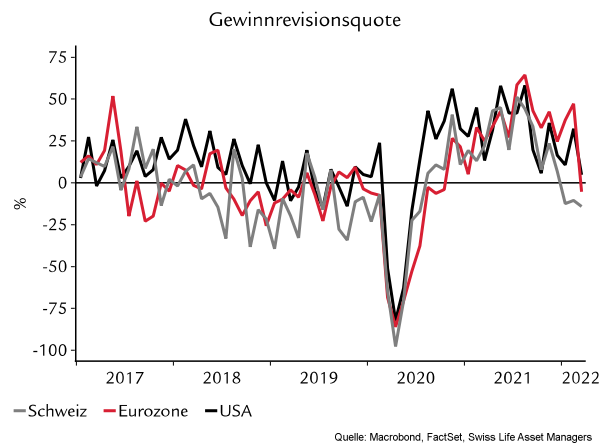
Schweiz

- Der Markt legte im März um 3.2% zu, verlor aber seit Jahresbeginn 4.8%.
- Bei der Bewertung ist der Schweizer Markt der zweitteuerste. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt bei 19, die Dividendenrendite bei 2.4%.

Schwellenländer

- Schwellenländeraktien performten seit Jahresbeginn mit –5.7% und schnitten 1.7% unter den Industrieländern ab. Im März betrug die Performance –4.2%.
- Die Bewertung ist attraktiv und China hat kürzlich verschiedene politische und wirtschaftliche Massnahmen angekündigt, die den Aktienmarkt stützen dürften (China stellt 32% des MSCI Emerging Markets Index dar).

Gewinnprognosen: mehr Abwärts- als Aufwärtskorrekturen



In den letzten Monaten wurden die Prognosen für das Wirtschaftswachstum nach unten und die Inflationsprognosen nach oben korrigiert. Derweil korrigierten die Aktien, die Markteinschätzungen für die künftigen Zentralbankzinsen stiegen und der Ukrainekrieg floss in die Markterwartungen ein. Die Gewinnprognosen und -korrekturen spiegelten dies nur teilweise wider. Ende letzten Jahres wurden für 2022 ein Gewinnwachstum für den US- und den europäischen Markt von 9.2% bzw. 7.7% erwartet sowie ein Umsatzwachstum von 7.3% in den USA und 5.0% im Euroraum. Aktuell liegt der Marktkonsens für das Gewinnwachstum 2022 bei 10.9% in den USA und 14.5% in der Eurozone, d. h., die Gewinnerwartungen liegen nun höher als Ende letzten Jahres. Die Gewinnrevisionsquote (Aufwärts- minus Abwärtskorrekturen geteilt durch die Gesamtzahl der Ratingänderungen) ging jedoch deutlich zurück und wurde im März negativ (siehe Grafik). Dies zeigt, dass die Gewinnerwartungen in den kommenden Monaten nach unten korrigiert werden könnten. Wachsen die Unternehmensgewinne dieses Jahr, könnten die Aktienmärkte das Jahr noch positiv abschliessen. Ausgehend von den aktuellen Niveaus würde dies für den Rest des Jahres Renditen von 5 bis 15% bedeuten. Der Ukrainekrieg und die steigende Inflation bleiben aber grosse Risiken, die Vorsicht erfordern und auf eine hohe Wahrscheinlichkeit sinkender Gewinnerwartungen hindeuten. Die Märkte dürften diesbezüglich etwas zu optimistisch geworden sein. Hingegen gingen die Bewertungen, wie letzten Monat detailliert beschrieben, stark zurück und liegen nun in den meisten Märkten auf historischen Durchschnittsniveaus. Wir bleiben konstruktiv bei Aktien, sind aber wegen des Ukrainekriegs auf kurze Sicht vorsichtig.

Währungen

Eine neutrale Sicht auf USD

USA

- Die Risikostimmung an den Finanzmärkten trübte sich in der ersten Märzwoche aufgrund des Ukraine-Kriegs ein und stützte damit den USD. Da sich die Risikostimmung in den folgenden Wochen etwas aufhellte, was sich an einer markanten Verbesserung am US-Aktienmarkt zeigte, stabilisierte sich der USD für den Rest des Monats.
- Wir änderten unsere Sicht auf den USD vs. EUR, GBP und JPY von positiv auf neutral. Die Zinsdifferenzen stützen den USD immer noch, aber die Erwartungen an eine Straffung der US-Geldpolitik dürften etwas zu weit gegangen sein.

Eurozone

- Nach der ersten Korrektur Anfang März erholte sich EUR/USD und schloss den Monat fast unverändert ab.
- Angesichts der steigenden Inflation in der Eurozone haben wir unsere Erwartungen an Zinsschritte durch die EZB von Anfang 2023 auf das vierte Quartal 2022 vorverschoben. Anders als in den USA sehen wir auch weiteres Aufwärtspotenzial bei den Renditen langfristiger Anleihen. Dies dürfte das Abwärtspotenzial von EUR/USD trotz der hohen Risiken aus dem Ukrainekrieg begrenzen. Wir änderten deshalb unsere Sicht auf EUR/USD für die nächsten drei Monate von negativ auf neutral.

Grossbritannien

- GBP/USD schwächte sich im März ab, weil die Bank of England überraschenderweise weniger restriktive Töne von sich gab.
- Unsere Sicht auf GBP/USD und GBP/EUR für die nächsten drei Monate ist neutral.

Schweiz

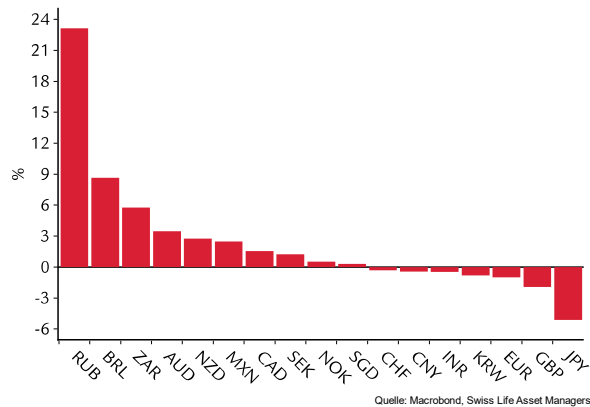
- EUR/CHF erreichte am 7. März kurz Parität, erholte sich dann aber und stabilisierte sich zwischen 1.02 und 1.04
- Da der CHF im aktuellen geopolitischen Umfeld eine gefragte Währung bleiben dürfte, nehmen wir eine negative Dreimonatssicht auf EUR/CHF ein.

Japan

- USD/JPY legte im März um 6% zu und erreichte den höchsten Stand seit Anfang 2016.
- Bei diesen hohen Niveaus ist unsere Sicht auf USD/JPY nicht mehr positiv, sondern neutral.

Yen mit grösstem Verlust, Rubel mit spektakulärer Erholung

Performance ausgewählter Währungen vs. USD im März 2022



Der März überraschte an den Devisenmärkten. Der Rubel erholte sich spektakulär, nachdem es im Zuge der russischen Invasion und der Sanktionen zu einem Ausverkauf gekommen war. Auch wenn das Ausmass des Aufschwungs wegen der schwachen Marktliquidität umstritten bleibt, wurde klar, dass die russischen Kapitalkontrollen sowie die anhaltend hohen Devisenzuflüsse durch Gas- und Ölexporte den Rubel stützen konnten. Hohe Energie- und Rohstoffpreise sind auch ein Segen für andere Rohstoffwährungen wie BRL, ZAR, AUD und NZD, die alle im März vs. USD aufwerten konnten (siehe Grafik). Der grosse Ausreisser war das GBP, das wohl unter einer Stimmungsschwankung bei der Bank of England litt, bei der der Ton in letzter Zeit etwas weniger restriktiv geworden ist. Beim JPY herrschte Ausverkauf, wobei die japanische Zentralbank ihre sehr expansive Geldpolitik bei relativ schwachen Inflationszahlen bekräftigte. Zudem leidet Japan weiterhin unter einem schweren Schock für seine Terms of Trade (Verhältnis zwischen Export- und Importpreisen), da das Land vollständig von Importen fossiler Brennstoffe abhängig ist.

In den nächsten drei Monaten ist unsere USD-Sicht nicht mehr positiv, sondern neutral. Die Zinsdifferenzen stützen den USD immer noch, aber die Erwartungen an eine Straffung der US-Geldpolitik dürften etwas zu weit gegangen sein. Wir bleiben jedoch bei unserer negativen Sicht auf EUR/CHF, weil die hartnäckig hohe Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone den «fairen» EUR/CHF-Wechselkurs drückt und der CHF bei den aktuellen geopolitischen Risiken eine attraktive Währung bleiben dürfte.

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, 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.