

März 2023

Zinsen und Anleihen

Der Inflationenkampf ist noch nicht vorbei

USA

- Im Februar kam es zu einer Gegenbewegung vs. Januar: Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries legten um 40 BP, die Kreditspannen von Firmenanleihen um 7 BP zu.
- Da Inflation und Wirtschaftswachstum robust blieben, preist der Markt nun keine Leitzinssenkungen der Fed für 2023 mehr ein.

Eurozone

- Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stiegen in der Eurozone ebenfalls um über 30 BP. Die Bundesanleihen erreichten ein neues Zyklushoch von 2.65%, was sich überraschenderweise nicht negativ auf die Kreditspannen auswirkte. Letztere verengten sich um 5 BP.
- Da eine Energiekrise diesen Winter abgewendet wurde, zog die europäische Wirtschaft wieder an, wobei die Einkaufsmanagerindizes (PMI) wieder in den expansiven Bereich kletterten. Dies dürfte die EZB zu einer weiteren Straffung der Geldpolitik zwingen, um die Inflation einzudämmen.

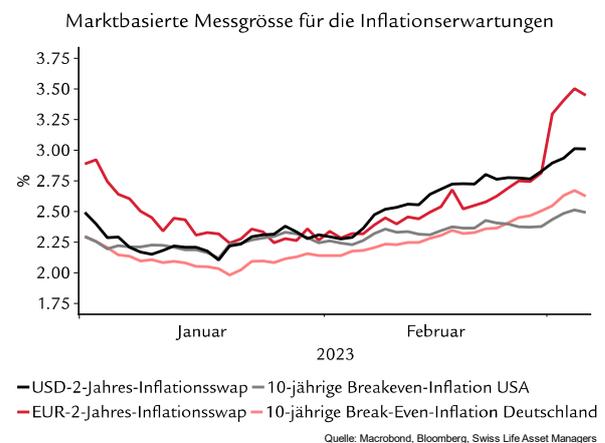
Vereinigtes Königreich

- Die Renditen zehnjähriger britischer Staatsanleihen stiegen sogar noch stärker (+53 BP) und nähern sich dem Niveau, auf dem die Bank of England (BoE) im September intervenieren musste. Der aktuelle Anstieg verläuft aber viel geordneter.
- PMI und Einzelhandelsumsätze zogen unerwartet an besonders im Dienstleistungssektor. Dies erhöht auch den Druck auf die BoE, die Geldpolitik zu straffen.

Schweiz

- Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stiegen im Februar um 20 BP, die Kreditspannen blieben weitestgehend unverändert, da die anfängliche Verengung in der zweiten Monatshälfte wettgemacht wurde.
- Die Schweizer Wirtschaftsdaten bleiben gemischt und die Inflation zog im Januar stärker an als vom Konsens erwartet.

Inflationserwartungen steigen



Nach einem der besten Jahresstarts der jüngsten Zeit verzeichneten Anleihenleger im Februar bei steigenden Zinsen auf Staatsanleihen erneut Verluste. Firmenanleihen hielten sich besser: Die USD-Kreditspannen weiteten sich aus, ihre Pendanten in EUR verengten sich leicht trotz erneut restriktiveren Zentralbankerwartungen. In den USA wird nun ein Höchstzinssatz von 5.6% erwartet, für die EZB dürften es bei Redaktionsschluss 4.0% sein. Während sich die verschärften Finanzbedingungen negativ auf die Vermögenspreise auswirken, scheint die bessere Wirtschaftslage diese nun auszugleichen. Vor allem in Europa scheinen sich die Anleger angesichts sehr attraktiver Gesamtrenditen, guter Unternehmensgewinne und der besseren Stimmung aufgrund der entspannteren Energiesituation wohlzufühlen. Obwohl Investment Grade Kredite unserer Meinung nach aktuell sehr attraktiv sind, stellt die höhere Risikoaversion eine gewisse Gefahr dar. Nach den jüngsten Daten scheint klar, dass die Finanzbedingungen weiter verschärft werden müssen, um das Wachstum zu drosseln und die Inflation auf das 2%-Ziel der Zentralbanken zu bringen. Dies wird an den Finanzmärkten Spuren hinterlassen. Die Spreads dürften sich weiter ausweiten. Die Renditen auf Staatsanleihen liegen näher an ihrem Höchststand und dürften sinken, weil sich die restriktivere Geldpolitik negativ auf den Wachstumsausblick auswirkt.

Aktien

Aufwärtstrend gebrochen

USA

- Der US-Aktienmarkt büsste im Februar 2.4% ein und liegt seit Jahresbeginn noch 4.0% im Plus. Steigende Anleiherenditen aufgrund von Inflationsängsten und unerwartet guten Wirtschaftsdaten waren die Hauptgründe für die negative Februar-Performance.
- Die Berichtssaison endete besser als erwartet, aber mit negativem Gewinnwachstum (siehe Artikel rechts).
- Die Marktbewertung liegt immer noch über dem historischen Durchschnitt. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor.

Eurozone

- Wie im Januar schlug der europäische Aktienmarkt den US-Markt. Er legte 1.6% zu und liegt seit Jahresbeginn 11.4% im Plus.
- Der europäische Markt profitiert von einer viel tieferen Bewertung und kurzfristigem Rückenwind durch die unerwartet tiefen Energiepreise.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelte sich im Februar mit einer Performance von 1.9% am besten. Seit Jahresbeginn legte der Markt 6.1% zu.
- Er ist von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Die Wirtschaft ist jedoch schwach und die Inflation bleibt ein grosses Problem.

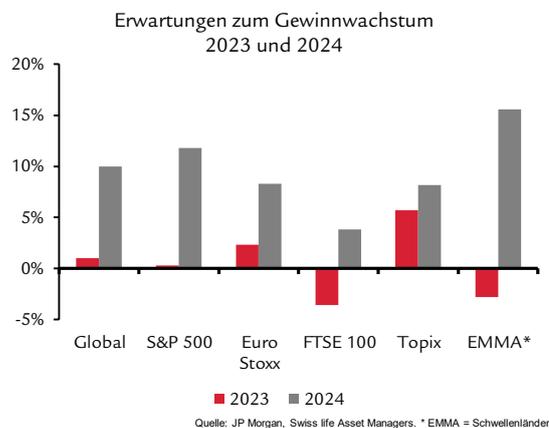
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im Februar 1.5% ein, die Performance seit Jahresbeginn lag bei +3.8%.
- Wie schon im Januar waren die drei Index-Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis für das schwache Ergebnis verantwortlich. Sie lagen zwischen 3.9% und 4.8% im Minus.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

Schwellenländer

- Der Februar war mit einer Performance von -6.5% schwach. Seit Jahresbeginn hat der Markt nur leicht zugelegt (+0.9%) und liegt damit erneut hinter den übrigen Aktienmärkten zurück.
- Der europäische Subindex legte im Februar um 3.7% zu, die Indizes für Asien und Lateinamerika verloren 6.9% bzw. 6.2%.
- Die Hauptgründe dafür waren ein stärkerer Dollar und höhere Zinserwartungen.

Erkenntnisse aus der Berichtssaison



Die Berichtssaison Q4 2022 ist zu Ende und lag leicht über den Erwartungen. Diese waren aber über mehrere Monate nach unten korrigiert worden und waren recht tief. Das Gewinnwachstum gegenüber dem Vorjahr betrug im Q4 2022 in den USA -2% (ohne Energie -6%), in der Eurozone 2% (ohne Energie -2%). Der stark positive Einfluss des Energiesektors wird in den nächsten Quartalen schwinden, wenn die Öl- und Gaspreise auf dem aktuellen Niveau bleiben. Das nominale Umsatzwachstum fiel markant stärker aus (USA 5%, Eurozone 16%). Dies impliziert vs. Vorjahr ein unverändertes Umsatzvolumen in den USA und ein klar positives in Europa sowie gesunkene Margen gegenüber ihren Höchstständen. Positive Überraschungen fielen viel geringer aus als in früheren Quartalen und liegen unter dem historischen Mittel. Die Gewinnschätzungen für 2023 wurden erneut deutlich nach unten korrigiert. Derzeit wird das Gewinnwachstum 2023 für die entwickelte Aktienmärkte auf 1.0% geschätzt, was nach wie vor eine sanfte Landung impliziert. Das grösste Wachstum wird für Japan (5.7%), das niedrigste für Grossbritannien (-3.6%) erwartet. In einer Rezession sanken die Gewinne in den USA im Mittel um ca. 15%. Selbst eine leichte Rezession, wie wir sie erwarten, würde einen einstelligen Gewinnrückgang verursachen. Die Schätzungen für 2023 implizieren zudem, dass eine positive Entwicklung steigende Bewertungen mit sich bringen würde. Die Schätzungen für 2024 sind viel positiver v. a. für Schwellenländer und liegen über dem langfristigen Mittel. Erholt sich die Weltwirtschaft und sinken die Zinsen, könnte sich dies bewahrheiten. Wir bleiben vorsichtig und halten eine weitere kurzfristige Korrektur für wahrscheinlich.

Währungen

Zentralbankerwartungen als treibende Kraft

USA

- Im Februar 2023 legte der USD handelsgewichtet 3% zu, womit er die Verluste aus dem Vormonat aufgrund unerwartet guter US-Wirtschaftsdaten mehr als wettmachte. Der USD war vs. alle Hauptwährungen mit Ausnahme des MXN stärker.
- Diese Stärke dürfte im März anhalten. Der handelsgewichtete USD dürfte aber später im Jahr 2023 abwerten, weil sich die US-Wirtschaft im Jahresverlauf abkühlen dürfte.

Eurozone

- Die EUR-Performance war im Februar gemischt. Der EUR wertete vs. geringer rentierende Währungen wie CHF und JPY auf, verlor aber vs. SEK und USD.
- Wir sehen zwar bei EUR/USD kurzfristig eine weitere Abwärtsbewegung, aber der EUR dürfte 2023 durch die hartnäckigere Inflation und den vs. andere Länder verzögerten Zinsanhebungszyklus gestützt bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP büsste im Februar seine Januargewinne vs. USD ein, blieb aber vs. EUR stabil.
- Unsere Sicht auf GBP vs. USD bleibt kurzfristig negativ. Obwohl Grossbritannien im Q4 2022 eine technische Rezession knapp abgewendet hat, bleibt der Wachstums-Inflations-Mix 2023 sehr ungünstig.

Schweiz

- Der CHF verlor im Februar handelsgewichtet weitere 0.5% und die SNB verkauft weiterhin Devisen.
- Die Inflationsrisiken bleiben in Europa höher als in der Schweiz, was der SNB genügend Argumente liefert, um EUR/CHF unter Druck zu halten und somit der importierten Inflation entgegenzuwirken. 2023 dürfte sich der CHF aufgrund der grösseren Zinsdifferenz jedoch vs. EUR abschwächen.

Japan

- Der USD wertete im Februar auch vs. JPY auf: USD/JPY legte im Monatsverlauf um 4.7% zu.
- Kazuo Ueda steht kurz davor, der nächste Chef der Bank of Japan zu werden. Da die Inflation in Japan nun auch bei über 4% liegt, erscheint die Zinskurvenkontrolle immer unhaltbarer. Dies könnte weiteren Aufwärtsdruck auf japanische Anleihenrenditen bedeuten und unsere negative Sicht auf USD/JPY für 2023 untermauern.

Märkte erwarten weitere Fed-Zinsschritte, USD zieht an



Der Februar war ein weiterer Monat, in dem die Märkte die Zentralbankzinsen neu einpreisten, was der Fokus der Devisenmärkte war. Aufgrund sehr starker US-Arbeitsmarktdaten und der weiterhin soliden Inflation, v. a. bei der Kerninflation, die Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, preisten die Märkte bei Redaktionsschluss einen Höchstzins der Fed von 5.6% ein. Wir verzeichneten höhere US-Anleiherenditen und die meisten Höchstzinsen in Industrieländern – der höchste erwartete Leitzins des Zinserhöhungszyklus – wurden höher eingepreist. Die Wirtschaftsdynamik bleibt stärker als erwartet: Die PMI überraschten in den USA, der Eurozone und in Grossbritannien positiv. Zudem fielen die Inflationszahlen für die Eurozone im Februar höher aus als erwartet, was die Angst vor einem erneuten Anstieg des Preisdrucks verstärkt. Dadurch erhöhte sich der Marktdruck auf die EZB, im Inflationenkampf energisch zu bleiben. Der Markt preist seit Anfang Februar zusätzliche Zinsschritte der EZB von 50 BP ein, was den erwarteten Höchstzins bei Redaktionsschluss auf 4.0% erhöhte. Die Wirtschaftsdynamik dürfte gegen Jahresende aufgrund der strafferen Geldpolitik abflauen. Die Fed dürfte daher nach unseren Erwartungen im Q2 2023 einen Höchstzins von 5.25% erreichen, was unter der aktuellen Einpreisung des Marktes liegt. Der Carry-Vorteil des USD bleibt vs. andere Hauptwährungen gross und stützt den USD kurzfristig. Bei den europäischen Zinsen dürfte der Spread zu US-Zinsen im Jahresverlauf abnehmen, da der Zinserhöhungszyklus der EZB dem der Fed etwas hinterherhinkt. Wir erwarten daher, dass die USD-Stärke im Jahresverlauf abnimmt, und halten an unserer Erwartung eines höheren EUR/USD-Paares für 2023 fest.

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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

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, Clever Strasse 36, D-50668 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.