

April 2023

Zinsen und Anleihen

In der Zwickmühle

USA

- Im März kam es in den USA zu starker Zinsvolatilität mit mehreren Intraday-Bewegungen von über 50 Basispunkten (BP) bei den Renditen zweijähriger US-Treasuries. Die zehnjährigen US-Renditen sanken zwar letztlich um rund 40 BP, aber dies verschleiert die Volatilität, was wiederum zu einem Anstieg der Kreditspannen um 34 BP führte.
- Das Fed beschloss im März trotz Stress im Bankensektor, die Leitzinsen um weitere 25 BP anzuheben, weil die weiterhin recht solide Wirtschaft mit dem angespannten Arbeitsmarkt die Inflation hoch hält.

Eurozone

- In der Eurozone weiteten sich die Kreditspannen im März stark aus, vor allem bei Finanzdienstleistern (+55 BP). Die Renditen auf Staatsanleihen sanken um 23 BP, weil Angst vor einer neuen Bankenkrise aufkam.
- Dennoch erhöhte die EZB die Zinsen um 50 BP, da die Kerninflation weiter zunimmt und Umfragen trotz des rekordverdächtigen Zinsanstiegs im letzten Jahr auf solides Wirtschaftswachstum hindeuten.

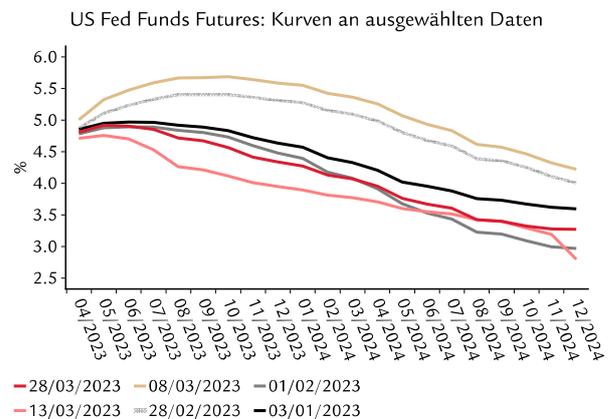
Vereinigtes Königreich

- Auch die Renditen britischer Staatsanleihen brachen im März um 46 BP ein, schwankten dabei aber stark, was zu einer Ausweitung der Kreditspannen führte.
- Die Bank of England erhöhte die Zinsen aufgrund der hartnäckigen Inflation und überraschend positiver Wirtschaftsdaten um 25 BP.

Schweiz

- In der Schweiz sanken die Renditen auf Staatsanleihen um 26 BP, weil der Bankensektor des Landes so stark gebeutelt wurde wie nie mehr seit der globalen Finanzkrise.
- Nachdem die SNB übers Wochenende eine beispiellose Notfallfusion zwischen den grössten Banken des Landes begleitet hatte, erhöhte sie die Zinsen dennoch um 50 BP, da die Inflation weiter anzieht.

Zinsen: Ungewissheit nimmt zu



Risiken bahnen sich langsam an und treten dann auf einen Schlag ein. Nirgends zeigt sich das so wie im Bankensektor, wo der Sprung ins Ausfallrisiko bei finanziellem Stress plötzlich schnell passieren kann. Mit dem Ausfall von US-Regionalbanken und der Fusion der beiden grössten Schweizer Banken stiegen die Kreditspannen an und die Zinsvolatilität explodierte. Der MOVE-Index für die implizite Volatilität von Anleihen erreichte ein Niveau wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Die kumulierten Intraday-Bewegungen der Staatsanleihenrenditen überstiegen zeitweise 100 BP. So gerieten die Anleger in eine Zwickmühle, als die Märkte die robusten Wirtschafts- und Inflationszahlen sowie die Aussicht auf eine tiefere Rezession und eine mögliche Bankenkrise zu verdauen versuchten. Obwohl die Notfallinterventionen von Fed und SNB Ansteckungsrisiken verhinderten, könnte der Schaden bereits angerichtet sein. Schärfere Kreditbedingungen sind fast sicher. Das dürfte das künftige Wirtschaftswachstum belasten und zu Ausfällen schwächerer Firmen führen. Zudem könnten die Zentralbanken die Leitzinsen kurzfristig anheben, da sich die Inflation verschärft. Wir erwarten daher grössere Kreditspannen und bleiben defensiv positioniert. Wegen des unsicheren Zinspfads halten wir die Duration nahe der Benchmark, erwarten aber, dass die Zinsen 2023 wegen der abflauenden Konjunktur sinken werden.

Aktien

Risse im Aktienmarkt

USA

- Der US-Markt büsste im März 0.1% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von +3.9% führte (alle Daten in dieser Spalte per 28. März, MSCI-Indizes). «Big Tech» trug positiv zur Performance bei, der Bankensektor negativ.
- Der US-Aktienmarkt hielt sich angesichts des Stresses im Bankensystem und des Ausfalls zweier Regionalbanken bemerkenswert gut. Der Subindex der Regionalbanken büsste im März 26% ein.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt immer noch über dem historischen Durchschnitt. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor.

Eurozone

- Im März kam der europäische Aktienmarkt unter dem US-Markt zu stehen. Er büsste 2.6% ein, die Performance seit Jahresbeginn liegt bei +8.6%.
- Der Stress im Bankensektor wirkte sich klar negativ auf die Performance aus (der Sektor verlor 12%).
- Der europäische Markt ist viel tiefer bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelte sich im März mit einer Performance von -4.5% am schlechtesten. Seit Jahresbeginn legte er nur 1.3% zu.
- Er ist von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Die Wirtschaft ist jedoch flau und das Finanzwesen hat eine hohe Gewichtung im Index.

Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im März 1.0% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von +2.8% führte.
- Der Stress im Bankensektor mit der Fusion von UBS und Credit Suisse sowie die nach wie vor schwache Performance der drei Indexschwergewichte belasteten den Markt.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

Schwellenländer

- Der März war mit einer Performance von -0.9% erneut schwach. Seit Jahresbeginn hat der Markt nur leicht zugelegt (+1.8%) und liegt damit hinter den übrigen Aktienmärkten zurück. Bisher hatten die Wiederöffnung Chinas und das Ende des Zinsanhebungszyklus keinen sichtbaren positiven Effekt.
- Schwellenländer sind relativ und absolut attraktiv bewertet.

Lehren aus den Turbulenzen im Bankensektor

Im März mussten das Fed und der US-Staat zwei Regionalbanken retten. Nur eine Woche später musste die Credit Suisse (CS) von der UBS übernommen, die SNB und der Staat mussten Garantien und Liquidität bereitstellen. In allen drei Fällen war ein Bank-Run der Grund für die Notlage: Kunden zogen rasch grosse Geldbeträge ab. Der Bank-Run wiederum wurde durch verlorenes Vertrauen in die Gesundheit der Banken verursacht. Bei der Silicon Valley Bank (SVB) sind die Abflüsse u. a. auf den Liquiditätsbedarf der Risikokapitalgeber zurückzuführen, da diese mit deutlich höheren Finanzierungskosten und steigenden Cash-Burn-Raten konfrontiert sind. Bei der CS waren Zweifel an der Tragfähigkeit des Geschäftsmodells der Grund. Wegen der Abflüsse hatte die CS zunehmend ein Liquiditätsproblem, die SVB musste ihre Bestände an US-Staatsanleihen neu bewerten und wurde insolvent. Was sind die Lehren aus der Krise? Erstens zeigt sie, dass durch Vertrauensverlust verursachte Bank-Runs mit den geltenden Vorschriften nicht verhindert werden können. Nicht einmal höhere Eigenkapitalquoten und Too-big-to-fail-(TBTF)-Vorschriften für systemrelevante Banken haben geholfen. Bank-Runs können nur vollständig verhindert werden, wenn Einlagen und Liquidität im Einklang sind und das Mindestreservesystem abgeschafft würde. Zweitens scheiterten die TBTF-Vorschriften oder wurden für das aktuelle Umfeld als zu riskant erachtet. Drittens war die Aufsicht nicht streng genug. Im Fall der SVB haben die Regulierungsbehörden trotz mehreren Warnungen nicht gehandelt. Die wichtigsten zur Diskussion stehenden Punkte sind nun: 1. Sind Banken zu gross, um im Krisenfall eine geordnete Abwicklung zu gewährleisten? 2. Können die Vorschriften verschärft werden, um das Risiko von Bank-Runs und Insolvenzen deutlich zu senken? 3. Wie können die falschen Anreize («Moral Hazard») durch staatliche Rettungsaktionen adressiert werden?

Unabhängig vom Ergebnis der Diskussionen sind drei Punkte für Anleger wichtig: 1. Das Bankensystem ist nicht so sicher und gut reguliert, wie wir dachten. 2. Es ist gut möglich, dass die regulatorischen Kosten für Banken weiter steigen und so die Profitabilität unter Druck setzen. 3. Es besteht das Risiko, dass die Banken die Kreditbedingungen verschärfen oder weniger Kredite vergeben, was das Rezessionsrisiko erhöhen würde.

Währungen

Neubewertung der Geldpolitik lässt USD sinken

USA

- Im März büsste der USD vs. die meisten grossen Währungen handelsgewichtet rund 2% ein.
- Grund war die starke Neubewertung der US-Geldpolitik, wobei die Finanzmärkte bereits fürs zweite Halbjahr Zinssenkungen einpreisten (siehe S. 1).
- Die USA dürften das erste grosse Industrieland sein, in dem der Zinszyklus dreht, und der USD dürfte sich in den nächsten drei Monaten weiter abschwächen.

Eurozone

- Der EUR legte vs. den USD 3% zu, wertete auch vs. die nordischen Währungen im März auf und bewegte sich vs. CHF und GBP seitwärts.
- Der EUR dürfte 2023 aufgrund der hartnäckigen Inflation und eines im Vergleich zu anderen Ländern verzögerten Zinserhöhungszyklus in der Eurozone gestützt bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP bewegte sich im März weitgehend analog zum EUR.
- Unsere Drei-Monats-Sicht auf GBP/USD ist neutral und wir erwarten eine gewisse GBP-Schwäche vs. EUR aufgrund der gedämpfteren Wirtschaftsaussichten für das Land.

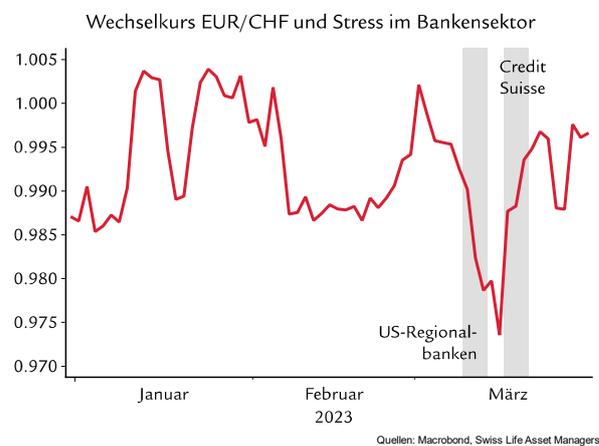
Schweiz

- Nach grossen Bewegungen schloss EUR/CHF den Monat weitgehend auf dem Niveau von Anfang März ab. Der CHF wertete vs. den USD rund 3% auf.
- Unsere Drei-Monats-Sicht auf EUR/CHF ist positiv und unsere Sicht auf USD/CHF somit neutral (siehe Haupttext).

Japan

- Wie andere Industrieländerwährungen wertete der JPY vs. den USD im März deutlich auf.
- Unsere Sicht auf USD/JPY bleibt negativ. Grund ist nicht nur unsere Einschätzung zur allgemeinen USD-Schwäche, sondern auch das Risiko, dass Japan die Normalisierung der Geldpolitik unter dem neuen Zentralbankchef Kazuo Ueda beschleunigen könnte.

Bleibt der Schweizer Franken eine Fluchtwährung?



Der März war für den CHF eine Achterbahnfahrt. Als der Stress im US-Bankensektor sich zuspitzte und bei Anlegern eine starke Risikoaversion hervorrief, spielte der CHF seine Rolle als Fluchtwährung aus und wertete vs. USD und EUR auf (siehe Grafik). Dasselbe galt für den JPY, die andere traditionelle globale Fluchtwährung. Der CHF und der JPY gingen in der darauffolgenden Woche getrennte Wege, als die Credit Suisse (CS) Sorgenkind Nr. 1 an den globalen Finanzmärkten wurde. Wegen des Schocks, dass eine systemrelevante Schweizer Bank zu kollabieren droht, und der durch die Notfallmassnahmen wie die komplette Abschreibung der CS-AT1-Anleihen verursachten regulatorischen Unsicherheit hinterfragten einige Marktteilnehmer die Stabilität des Schweizer Finanzsystems und den damit verbundenen Status des CHF als Fluchtwährung. Diese Sorgen sind wohl übertrieben, aber wir sehen andere Gründe für eine leichte CHF-Abschwächung in den nächsten Monaten, vor allem vs. EUR. Da die Zentralbanken die jüngsten Brände an den Finanzmärkten gelöscht und Liquiditätsgarantien bereitgestellt haben, könnte sich die Volatilität der Finanzmärkte etwas normalisieren, was zyklischen Währungen wie dem EUR zugutekommen würde. Zudem könnte sich der Fokus der SNB von importierter zu hausgemachter Inflation verlagern, was heisst, dass die SNB nicht aktiv auf einen stärkeren CHF drängt. Derweil bleibt der Inflationsdruck in der Eurozone höher als in der Schweiz, was zu grösseren Zinsdifferenzen führen und EUR/CHF stützen könnte.

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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.