

Januar 2022

Zinsen und Anleihen

Der Anleihenmarkt ignoriert das Fed

USA

- Die US-Renditenkurven verflachten sich im November infolge der Meldungen zur Covid-Variante Omikron; die Kreditspannen erwachten aus ihrem Winterschlaf und weiteten sich um 12 BP aus.
- Die weiter steigende Inflation drängte das Fed zu einer restriktiveren Haltung. Die Beschreibung der Inflation als «vorübergehend» wurde begraben und eine beschleunigte Drosselung der Anleihekäufe wurde angekündigt. Wir rechnen mit einer ersten Zinserhöhung im Juni 2022.

Eurozone

- Die Renditen deutscher Staatsanleihen sanken im November, das 5-Jahres-Segment ging um 24 BP zurück. EUR-Kreditspannen korrigierten stark und weiteten sich um 20 BP aus.
- Auch die EZB wurde restriktiver und dürfte einige Anleihekaufprogramme früher beenden. Die geldpolitischen Impulse dürften aber viel langsamer zurückgefahren werden als in den USA. Wir rechnen für 2022 nicht mit einer EZB-Leitzinserhöhung.

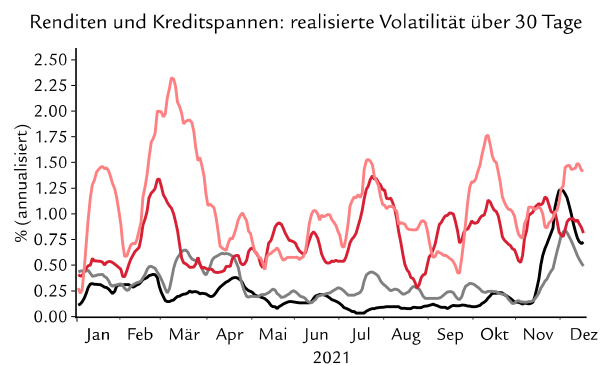
Grossbritannien

- Britische Kreditspannen weiteten sich im November um 10 BP aus und die Zinskurve verflacht sich weiter. Der Spread zwischen 10- und 30-jähriger Laufzeit beträgt nur 8 BP.
- Nachdem die BoE an der November-Sitzung keine Zinserhöhung beschlossen hatte, erhöhte sie den Leitzins im Dezember unerwartet um 15 BP, da sie den Inflationsdruck als grösseres Risiko einstuft als die wirtschaftlichen Folgen von Omikron.

Schweiz

- Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen sanken im November, wenn auch weniger stark als ihre deutschen Pendanten. Die 10-Jahres- und der 30-Jahres-Punkte gingen nur um rund 10 BP zurück.
- Die SNB muss sich zwar keine Sorgen über die Inflation machen, gerät aber angesichts der Nachfrage nach sicheren Währungen wieder unter Druck, an den Devisenmärkten zu intervenieren.

Im Durchschnitt verhaltene Volatilität 2021



— Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen — USD-Kreditspannen
— Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen — EUR-Kreditspannen

Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

2021 zeigte, was finanzielle Repression durch die Zentralbanken heisst. Infolge der riesigen Kaufprogramme brach die Volatilität der Kreditspannen ein, wobei der Durchschnitt in EUR etwa ein Drittel und jener in USD etwa die Hälfte des historischen Mittels betrug. Die Kreditspannen waren 2021 mit minimaler Streuung eng, da sich die Kreditkurven entlang der Risiko- und der Durationsdimension verflachten. Die Anleger mussten Risiken nehmen, um auf positive Renditen zu hoffen, v. a. wegen des starken Zinsanstiegs in den ersten Monaten 2021. Die Kreditspannen blieben zwar fast unverändert, aber die Zinsen erlebten ein Auf und Ab, denn der durch die Delta-Variante ausgelöste Abschwung trieb die Renditen trotz stark steigender Inflation unaufhaltsam nach unten, bevor sie sich in recht weiten Bahnen einpendelten. 2022 dürfte es anders sein, da viele Kaufprogramme auslaufen. Kreditstreuung und Volatilität dürften steigen, was die Emittentenwahl und die Sektorallokation wieder zu wichtigen Performancetreibern macht. Dies dürfte auch zu höheren Kreditspannen führen. Wir erwarten für 2022 höhere Staatsanleiherenditen, da sich die Inflation als nicht temporär herausstellte. Der Anstieg dürfte am kurzen Ende am ausgeprägtesten sein. Tiefere Zinsen wären nur bei einer markanten Korrektur von Risikoanlagen oder einer stärkeren Abschwächung von Wachstum und Inflation realistisch.

Aktien

Ausgezeichnetes 2021 trotz jüngster holpriger Fahrt

USA

- Der US-Aktienmarkt legte seit Jahresbeginn 25% zu und ist damit der am besten abscheidende Aktienmarkt der Industrieländer. Seit Anfang November zog der Markt trotz einer Korrektur Ende November um 2.5% an.
- Die US-Performance ist wiederum eng mit Tech-Aktien verknüpft, v. a. mit FAANGM-Aktien (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google, Microsoft). Allein diese Aktien trugen 15% zur diesjährigen Nasdaq-Performance von 20% bei.
- Der US-Markt ist sehr teuer und die Bewertungsdifferenz zu anderen Märkten ist so hoch wie nie zuvor.

Eurozone

- Der europäische Markt legte 2021 um rund 20% zu und schnitt damit erneut unter dem US-Markt ab. Seit Ende Oktober 2021 ist die Performance unverändert.
- Die Marktbewertung ist vs. historischen Durchschnittswerten neutral. Gewinn- und Umsatzwachstum in Europa dürften 2022 ähnlich dem US-Markt ausfallen.

Grossbritannien

- Der britische Markt legte seit Jahresbeginn 2021 18% zu und seit Ende Oktober 1.1%.
- Aus Bewertungssicht ist der Markt sehr attraktiv, aber politische Brexit-Risiken, mögliche weitere Zinserhöhungen und der hohe Anteil an Wertaktien könnten den Markt weiterhin belasten.

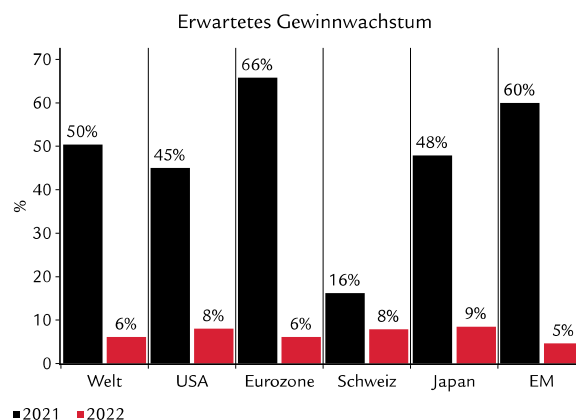
Schweiz

- Die Gesamtrendite des Schweizer Markts liegt seit Jahresbeginn bei 21%. Seit Ende Oktober liegt sie 0.5% über jener des US-Markts.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist der zweitteuerste Markt der Welt. Index-Schwergewichte aus dem Pharma- und dem Finanzsektor sind jedoch nicht überbewertet und der Schweizer Markt entwickelt sich i. d. R. bei höherer Volatilität gut.

Schwellenländer (EM)

- Schwellenländer sind seit Jahresbeginn unverändert und gingen seit Ende Oktober um 2% zurück. Der chinesische Markt, der 35% des Index ausmacht, verlor seit Jahresbeginn fast 20%.
- Aus Bewertungssicht sind Schwellenländeraktien attraktiv und die jüngste geldpolitische Lockerung in China könnte eine Aufholjagd auslösen.

2022: positiver Ausblick dank solidem Gewinnwachstum



Nach der starken Performance 2021 und Gewinnwachstumsraten von 50% und mehr ist das Renditepotenzial von Aktien 2022 geringer. Wir sehen aber weiterhin Potenzial für hohe einstellige Renditen. Dafür gibt es folgende Gründe: Erstens wird das Wirtschaftswachstum stark bleiben und in den meisten Ländern über dem historischen Durchschnitt liegen. Eine Korrektur kann jederzeit erfolgen, aber ein anhaltender Einbruch der Aktienmärkte fiel historisch fast immer mit einer Rezession zusammen – ein sehr unwahrscheinliches Szenario. Zweitens dürfte die Inflation 2022 zurückgehen, was den Druck auf die Zentralbanken, die Geldpolitik zu straffen, mindert. Drittens wird in allen wichtigen Märkten ein Wachstum der Unternehmensgewinne im hohen einstelligen Bereich erwartet. Würden die Bewertungen auf heutigem Niveau verharren, würde dies 2022 eine Aktienmarktrendite von 5 bis 10% bedeuten. Viertens ist das TINA-Argument («there is no alternative») immer noch gültig, da Nominal- und Realzins in Europa und der Schweiz negativ sind. Natürlich gibt es mehrere Risikofaktoren, die wir beobachten. Sollte die Inflation weit über 2% bleiben, könnten die Zentralbanken gezwungen sein, die Zinsen schneller anzuheben als derzeit erwartet. In einem solchen Szenario würden die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten – v. a. in den USA – wohl unter Druck geraten. Die meisten anderen wichtigen kurzfristigen Risiken sind politischer Natur. Z. B. behalten wir ein mögliches Wiederaufflammen des Handelskonflikts USA-China und die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine im Auge. Schliesslich kann auch Covid-19 den Aktienmarkt kurzfristig belasten. Wir erwarten daher für 2022 hohe Volatilität.

Währungen

USD und CHF bleiben auch 2022 stark

USA

- Der handelsgewichtete USD wertete im November fast 2% auf und stabilisierte sich in den ersten zwei Dezemberwochen. Neue Inflationsüberraschungen und die Erwartung einer aggressiveren geldpolitischen Straffung trugen zur USD-Stärke bei.
- Die erste Reaktion auf die FOMC-Sitzung im Dezember folgte dem Muster «buy the rumour, sell the fact». Das Fed wurde zwar restriktiver, aber der USD verlor kurz nach der Sitzung leicht an Boden. Dennoch dürften die zunehmenden Zinsdifferenzen den USD in den nächsten drei Monaten wieder stützen.

Eurozone

- Seit der letzten Ausgabe hat sich die EUR-Abwertung vs. USD und CHF fortgesetzt. Derweil gewann der EUR vs. SEK und NOK wieder an Boden und bewegte sich vs. GBP weitgehend seitwärts.
- Wir bleiben überzeugt, dass der Anstieg der Inflation in der Eurozone vorübergehend ist, stark getrieben durch die Energiepreise. Die Politik der EZB dürfte 2022 relativ expansiv bleiben. Wir halten daher an unserer negativen Sicht auf EUR/USD fest.

Grossbritannien

- Nach einem positiven Oktober verlor GBP/USD vorübergehend 3.5%, weil die Erwartungen einer Zinsanhebung durch die Bank of England enttäuscht wurden. Die überraschende Zinserhöhung im Dezember stützte das GBP erneut.
- Für die nächsten drei Monate ist unsere Sicht auf GBP/USD neutral.

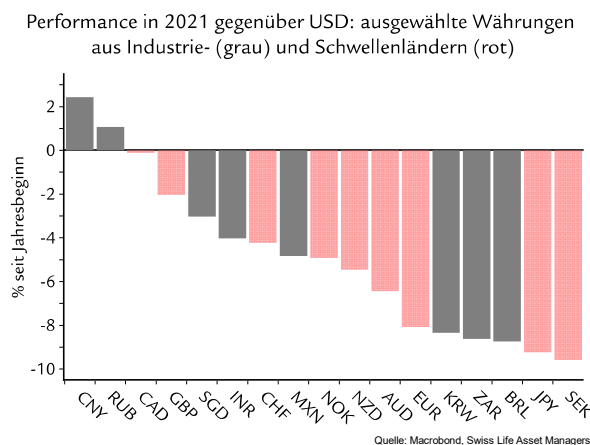
Schweiz

- EUR/CHF sank im November weiter und rutschte Anfang Dezember kurzzeitig unter 1.04, so tief wie 2015 nicht mehr.
- Für die nächsten drei Monate sehen wir weiteres Aufwertungspotenzial für CHF vs. EUR (siehe Haupttext). Kurzfristig könnten geopolitische Risiken, insbesondere die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine, die EUR/CHF-Schwäche verstärken.

Japan

- USD/JPY schwankte im November und Anfang Dezember weiter um die 114-Marke.
- Im Einklang mit unserer Einschätzung einer allgemeinen USD-Stärke dürfte USD/JPY in den nächsten drei Monaten zulegen.

Starke USD-Performance seit Anfang 2021



2021 war das Jahr des USD. Bei Redaktionsschluss hatte der Dollar alle wichtigen Industrie- und Schwellenländerwährungen ausser CNY und RUB übertroffen. Der CNY profitierte von der starken Exporterholung und der relativ restriktiven Geldpolitik der chinesischen Zentralbank. Der RUB profitierte von den deutlich höheren Energiepreisen, ebenso wie andere rohstoffsensitive Währungen wie CAD und NOK, die vs. den USD weniger stark abwerteten als andere zyklische Währungen. Von Letzteren schnitten EUR, JPY und SEK 2021 in den Industrieländern am schlechtesten ab und verloren vs. den USD bis zu 10%. Neben ihrem zyklischen Charakter standen diese Währungen auch aufgrund der grösseren Zinsdifferenzen («Carry») vs. den USD unter Druck. Eine Ausnahme war der CHF, der vs. den EUR 2021 deutlich aufwertete.

Für 2022 rechnen wir mit Folgendem: Erstens erwarten wir einen starken USD, vor allem vs. EUR. Die US-Notenbank nahm an seiner Dezember-Sitzung eine restriktivere Haltung ein und signalisiert nun drei Zinsanhebungen um je 25 BP für 2022, was den USD-Zinsvorteil weiter erhöhen wird. Zweitens halten wir eine weitere Aufwertung des CHF vs. den EUR für wahrscheinlich. Die SNB scheint gegenüber der CHF-Aufwertung toleranter geworden zu sein, wohl weil der CHF nicht so überbewertet ist wie in der Vergangenheit. Die grosse Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone trug, gemessen an Kaufkraftparitätsmodellen, zu einer faireren CHF-Bewertung bei. Zudem erreichten die Schweizer Nettoexporte 2021 neue Höchststände, was heisst, dass viele Sektoren das aktuelle Niveau des Wechselkurses verkraften.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@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.