

Mai 2022

Zinsen und Anleihen

Aufwärtstrend der Zinsen dürfte anhalten

USA

- In den USA tendierten die Langfristzinsen im April angesichts der soliden Konjunktur und der steigenden Inflation weiter nach oben. Die erwarteten zehnjährigen Realrenditen kehrten auf null zurück. Die kurzfristigen Zinsen stiegen, weil eine schnellere Straffung der Geldpolitik wahrscheinlicher wurde.
- Der Markt erwartet, dass der US-Leitzins bis Jahresende auf 2.25% steigen wird. Das Fed dürfte den Leitzins an ihrer Mai- und ihrer Juni-Sitzung jeweils um 50 Basispunkte (BP) anheben.

Eurozone

- Steigende Energiepreise befeuern die Inflation in Europa. Die Renditen auf Staatsanleihen legten in den ersten Monaten 2022 markant zu. Der Ukraine-Krieg wirkt sich negativ auf die Wirtschaft aus, laut den Einkaufsmanagerindizes (PMI) für April ist dieser Effekt bisher jedoch eher beschränkt. Deutschland ist am stärksten betroffen.
- Die Europäische Zentralbank (EZB) drosselt das Wertpapierkaufprogramm (APP) und dürfte es im dritten Quartal 2022 beenden. Gemäss jüngsten Kommentaren von EZB-Vertretern könnte der Zinsschritt bereits im Juli erfolgen. Wir halten dies für unwahrscheinlich und erwarten die erste Anhebung im September und eine weitere im Dezember.

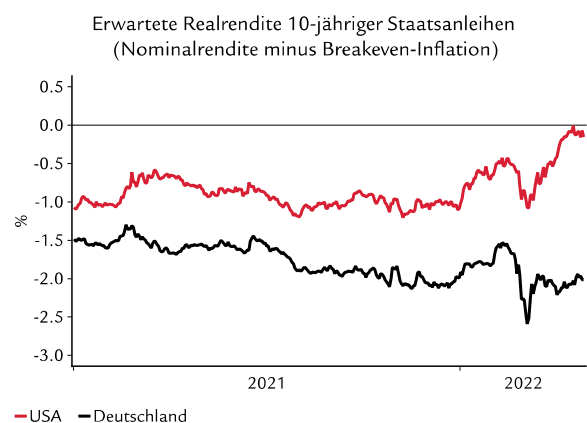
Grossbritannien

- Auch in Grossbritannien stiegen die Renditen auf Staatsanleihen an, allerdings weniger stark als im Euroraum.
- Die Bank of England (BoE) dürfte die Zinsen dieses Jahr noch zweimal anheben. Insgesamt wären es dann vier Zinsschritte im gesamten Jahr.

Schweiz

- In der Schweiz stiegen die Zinsen wie in Europa an. Anleihen mit negativer Rendite sind fast verschwunden.
- Wir glauben, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Zinsen nicht vor der EZB erhöhen wird. Sie dürfte den Leitzins im Dezember 2022 anheben.

Erwartete Realrenditen gingen in den USA auf null zurück



In den ersten Monaten 2022 stiegen die Renditen auf Staatsanleihen wegen der höheren Inflation stark an, verschärft durch die kriegsbedingt höheren Energie- und Rohstoffpreise. In den USA legten auch die erwarteten Realrenditen zu und liegen nun nahe null. Dies widerspiegelt die solide Konjunktur im Land. In Europa bleiben die Realrenditen stark negativ. Europa ist zwar wirtschaftlich stärker vom Ukraine-Krieg betroffen, laut den PMI für April sind die Bremswirkungen aber bisher überschaubar. Für eine abschliessende Beurteilung ist es jedoch zu früh, da der Krieg noch lange dauern könnte. Die wirtschaftlichen Unsicherheiten bleiben angesichts der Drohung eines Stopps russischer Gaslieferungen gross. Besonders Deutschland wäre stark betroffen. In China führt die Null-Covid-Strategie zu weiteren Lockdowns und zu erneuten möglichen Unterbrechungen in den Lieferketten. Beides könnte die Inflation befeuern und das Wirtschaftswachstum dämpfen. Die steigende Inflation führte zu einer drastischen Politikänderung vieler Zentralbanken. Die Verschärfung der finanziellen Bedingungen hat eine restriktivere Kreditvergabe durch Banken zur Folge. Dies erhöht das Rezessionsrisiko 2023 und macht uns beim Kreditrisiko vorsichtig. Die Renditen auf Staatsanleihen dürften in naher Zukunft weiter steigen, aber langsamer als zuletzt. Da die Zentralbanken die Leitzinsen anheben, dürften sich die Zinskurven verflachen.

Aktien

Inflation und tieferes Wachstum belasten die Märkte

USA

- Im April verlor der US-Markt satte 7.9%. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt -12.8%. Die Gewinnmargen begannen im Q3 2021 zu sinken und dürften dies weiter tun. Dennoch rechnet der Marktkonsens damit, dass die Margen im Q3 2022 ein Allzeithoch erreichen. Die Berichtssaison begann gut.
- Der US-Markt bleibt teurer als die übrigen Märkte (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV: 21) und der Anstieg der Nominal- und der Realrenditen sorgt dafür, dass Anleihen gegenüber US-Aktien zunehmend attraktiv werden.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone büsste im April 3.5% ein, seit Jahresbeginn 12.3%.
- Wie in den USA scheinen uns die Erwartungen für das Gewinnwachstum zu hoch. Anders als im US-Markt bleiben die Realzinsen aber negativ und die Bewertung liegt nahe des historischen Durchschnitts (KGV: 15).

Grossbritannien

- Nach mehreren schwachen Jahren entwickelte sich der britische Markt dieses Jahr besser als seine Mitbewerber. Er verlor im April 0.7% und legte seit Jahresbeginn um 4.0% zu. Damit ist er der einzige grosse Markt, der sich seit Jahresbeginn positiv entwickelte.
- Der britische Markt ist von den wichtigsten Industrieländern am tiefsten bewertet und weist die grösste Gewichtung in Energie und Rohstoffen auf.

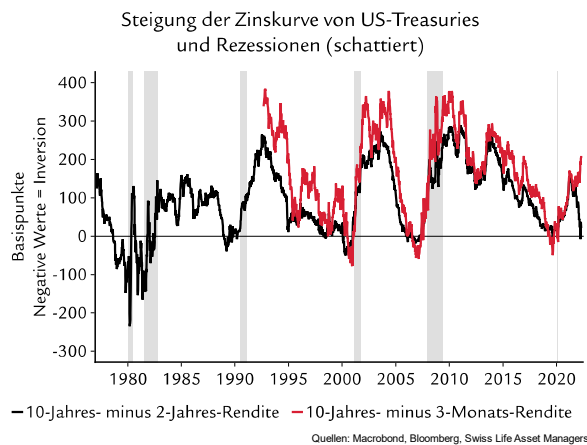
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im April 0.5% ein, seit Jahresbeginn 6.4%. Er profitierte von der starken Performance der Pharmaindustrie in der ersten Aprilhälfte und der allgemein defensiven Ausrichtung.
- Der Schweizer Markt ist bewertungsmässig der zweit teuerste nach den USA (KGV: 16.5). Die defensive Ausrichtung rechtfertigt unserer Meinung nach im aktuellen Umfeld einen Bewertungsaufschlag.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer hinken mit einer Performance seit Jahresbeginn von -14.8% und einem Verlust im April von 8.4% erneut globalen Aktien hinterher.
- Viele Schwellenländer leiden stark unter den hohen Preisen für Nahrungsmittel, Energie und Agrargüter. In China belasten Lockdowns die Konjunktur und die Lieferketten.

USA: Zinskurveninversionen als Indikator für Rezessionen



Historisch war eine Inversion der Zinskurve der beste marktbasierende Indikator für eine bevorstehende Rezession. Seit 1967 ging allen Rezessionen eine Inversion der Zinskurve voraus (aber nicht alle Inversionen führten zu einer Rezession). Eine invertierte Zinskurve signalisiert, dass die Marktteilnehmer von einem Rückgang der Leitzinsen ausgehen – eine typische Rezessionsentwicklung. Doch eine kurze temporäre Inversion nur bei einer Laufzeit (Zehnjahres- minus Zweijahresrendite) wie derzeit reicht nicht aus. Die Inversion muss mindestens ein bis drei Monate dauern und auch die Zehnjahres- minus Dreimonatskurve umfassen. Beide Bedingungen sind aktuell nicht erfüllt (siehe Grafik). Der Vergleich mit dem Dreimonatssatz ist aber derzeit etwas irreführend, da das Fed bei der Festlegung eines angemessenen Geldmarktsatzes zurückliegt. Entgegen der Intuition führt eine Inversion der Zinskurve in den darauffolgenden sechs bis zwölf Monaten nicht zu negativen Aktienrenditen. Seit 1967 hat der US-Aktienmarkt im Mittel erst elf Monate nach der Inversion seinen Höhepunkt erreicht und dieser lag im Durchschnitt fünf Monate vor Beginn der Rezession. Somit beträgt das Zeitintervall zwischen der Zinskurveninversion und der Rezession im Mittel 16 Monate. Die durchschnittliche Rendite des Aktienmarkts vom Beginn der Inversion bis zu seinem Höchststand betrug 15% und war nur in einem Fall negativ (Ölpreiskrise 1973. Hier erreichte der Aktienmarkt seinen Höhepunkt vor der Inversion). Die Schlussfolgerungen lauten wie folgt: (1) Die derzeitige Inversion ist aus unserer Sicht noch nicht signifikant. (2) Bei vorzeitigem Verkauf von Aktien kann viel Performance verloren gehen.

Währungen

USD-Stärke und kein Ende in Sicht?

USA

- Der USD wertete im April vs. alle Hauptwährungen auf, bedingt durch höhere Renditen auf Staatsanleihen, aggressivere Markterwartungen bezüglich Zinserhöhungen des Fed und anhaltende geopolitische Risiken.
- Der US-Dollar-Index DXY, der an einem Korb wichtiger Währungen gemessen wird, legte seit Jahresbeginn um mehr als 8% zu und erreichte den höchsten Stand seit 2002.

Eurozone

- Der EUR büsste vs. den USD im April rund 5% ein, blieb aber vs. andere europäische Währungen wie GBP, CHF, SEK oder NOK überraschend stabil.
- Die Inflation steigt im Euroraum weiter an. Wir erwarten nun einen noch früheren Beginn der geldpolitischen Normalisierung und rechnen mit einem ersten Zinsschritt im dritten Quartal 2022. 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. Für die nächsten vier Wochen ist unsere Sicht auf EUR/USD neutral.

Grossbritannien

- Auch GBP/USD fiel der breit abgestützten USD-Stärke zum Opfer und verlor im April rund 5%.
- Unsere Sicht auf GBP/USD und GBP/EUR für die nächsten vier Wochen ist neutral.

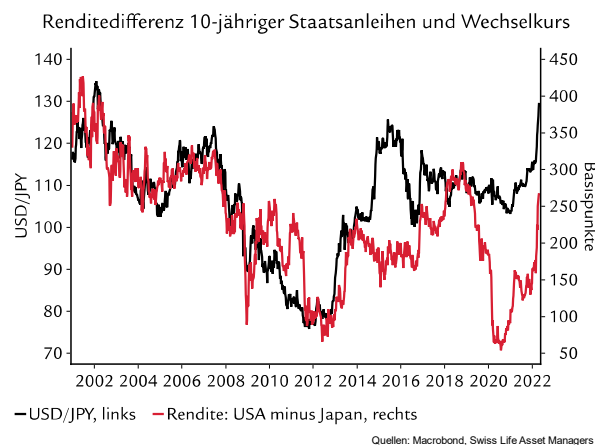
Schweiz

- Im April schwankte EUR/CHF um 1.02. Wie andere europäische Währungen verlor der CHF vs. den USD rund 5%.
- Da der CHF im aktuellen geopolitischen Umfeld gefragt bleiben dürfte, halten wir an unserer negativen Sicht auf EUR/CHF fest.

Japan

- Wie schon im März war der JPY im April erneut die schwächste Industrieländerwährung, weil die Bank of Japan den Markt mit einer äusserst expansiven Rhetorik zu ihrem geldpolitischen Ausblick überraschte.
- USD/JPY erreichte ein 20-Jahres-Hoch. Bei diesem hohen Niveau ist unsere Sicht auf USD/JPY neutral.

USD/JPY auf 20-Jahres-Hoch



Unsere Prognose eines neutralen USD in der letzten Ausgabe war verfrüht. Der USD wertete im April weiter auf und schlug alle wichtigen Industrie- und Schwellenländerwährungen. Der Anstieg war vs. den JPY erneut besonders stark. Am 28. April bekräftigte die Bank of Japan ihre Politik der Zinskurvenkontrolle, mit der die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen auf 0.25% begrenzt werden soll. Viele Beobachter hatten zumindest mit einem rhetorischen Druck der Zentralbank gegen den grossen JPY-Ausverkauf gerechnet, der Politiker und Haushalte zu beunruhigen begann. Da die zehnjährigen Renditen in Japan somit bei nahe null eingefroren sind und die zehnjährigen US-Renditen weiter anstiegen, erhöhte sich die Renditedifferenz (Carry) weiter und trieb den USD/JPY-Wechselkurs zum ersten Mal seit April 2002 auf über 130. Der USD wertete auch vs. den EUR auf, obwohl die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum infolge der höheren Erwartungen bezüglich Straffung der EZB-Geldpolitik anzogen. Grund für die anhaltende Schwäche des EUR könnte der Ukrainekrieg und das latente Risiko eines plötzlichen Gasstopps sein, der die Eurozone in eine Rezession stürzen könnte.

Bei den aktuellen USD-Wechselkursen bleibt unsere Sicht gegenüber EUR, GBP und JPY in den nächsten Wochen neutral, da die Bewegung der US-Renditen bereits weit genug gegangen ist und die Markterwartungen zum Leitzinspfad des Fed vielleicht etwas übertrieben sind. Bei EUR/CHF bleiben wir negativ, weil die hartnäckig hohe Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone den «fairen» EUR/CHF-Wechselkurs weiter drückt. Zudem dürfte der CHF im derzeitigen geopolitischen Umfeld attraktiv bleiben.

Swiss Life Asset Managers



Patrick Haas
Portfolio Manager Fixed Income
patrick.haas@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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.