

Februar 2023

Zinsen und Anleihen

Anleihen feiern ein Comeback

USA

- Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries sanken um 35 BP und die Kreditspannen von Firmenanleihen gingen seit Jahresbeginn um 11 BP zurück, was die Anleihenanleger etwas für die schlechte Performance 2022 entschädigte.
- Das Fed nähert sich dem Ende seines Zinserhöhungszyklus, dürfte aber die Zinsen nicht vor Ende 2023 senken, um zu sehen, ob die Inflation in Richtung ihres 2%-Ziels fällt.

Eurozone

- Auch europäische Anleihen erzielten eine starke Performance: Die Zinsen zehnjähriger Staatsanleihen fielen um 26 BP, die Spreads um 16 BP.
- Die Kerninflation zieht in Europa weiter an, was die EZB dazu drängt, die Finanzbedingungen zu verschärfen, v. a. angesichts der jüngsten Rally bei Risikoanlagen.

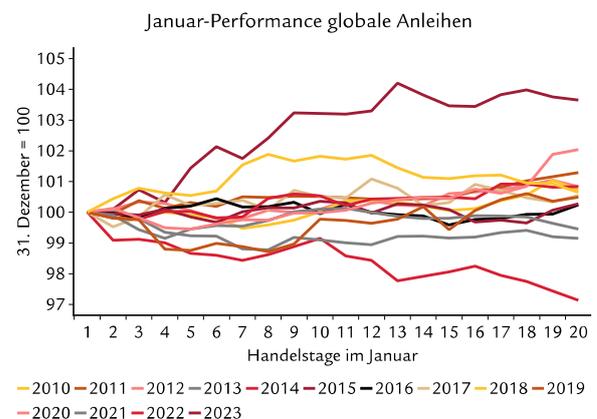
Vereinigtes Königreich

- Auch die Zinsen auf britischen Staatsanleihen sanken zum Jahresbeginn, legten aber in der zweiten Januarhälfte nicht so stark zu wie in Kontinentaleuropa.
- Obwohl die PMI auf einen Abschwung hindeuten, dürfte die BoE mehrere Zinsschritte vornehmen müssen, um die Inflation von immer noch über 10% einzudämmen.

Schweiz

- Die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen bewegen sich weiterhin im Gleichschritt mit ihren deutschen Pendanten und sanken in den ersten Wochen des Jahres um 50 BP, bevor sie Ende Januar wieder anzogen.
- Obwohl sich der KOF-Frühindikator deutlich verbesserte, dürfte das Wachstum für den Rest des Jahres flau bleiben und die Inflation dürfte bereits im 3. Quartal unter 2% fallen. Wir erwarten deshalb für diesen Zyklus nur eine weitere Zinsanhebung durch die SNB.

Starke Anleihen-Rally im Januar



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Die Anleihen starteten gut ins Jahr: EUR- und USD-Investment-Grade-Anleihen rentierten im Januar mit 2.1% bzw. 3.5%. Historisch hohe Gesamtrenditen, ein besseres Makroumfeld, sinkende Inflation und das sich abzeichnende Ende des globalen Zinsanhebungszyklus machten die Anlageklasse attraktiv. Aber wohin geht die Reise nun? Dies hängt weitgehend davon ab, ob sich das Wachstum wie erwartet halten kann und die Inflation weiter auf das magische 2%-Ziel der Zentralbanken sinkt. Die jüngsten Daten bestätigen dies, aber eine sanfte Landung bleibt schwierig, da die Inflation ausserhalb einer Rezession noch nie so schnell gesunken ist. Zudem zeigen sich in den USA erste Risse, die wachsen könnten, je länger das Fed die Zinsen hoch hält. Die europäische Wirtschaft scheint sich zwar zu erholen, aber die makroökonomischen Fundamentaldaten sind nach wie vor unsicher und könnten nicht standhalten, sollte das US-Wachstum zu stocken beginnen. Angesichts der starken Rally der Kreditspannen bleiben wir eher vorsichtig. Die Zinsen dürften ein letztes Mal steigen, weil die Zentralbanken ihre restriktive Haltung nach der massiven Lockerung der Finanzbedingungen durchsetzen müssen. Doch künftig dürften sie aufgrund der abflauenden Wirtschaft eher sinken oder sich seitwärts bewegen.

Aktien

Guter Jahresauftakt, aber was kommt als Nächstes?

USA

- US-Aktien starteten positiv ins Jahr und legten im Januar 2023 um 6.5% zu (alle Renditedaten für regionale MSCI-Net-Total-Return-Indizes). Die Hauptgründe dafür sind die tiefere Inflation und die niedrigeren Zinsen sowie das unerwartet gute Wachstum.
- Die Berichtssaison begann durchgezogen.
- Der US-Markt bleibt der mit Abstand teuerste Markt. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor.

Eurozone

- Der Markt legte im Januar um 9.6% zu und war der beste Performer der grossen globalen Indizes.
- Tiefere Gaspreise und ein deutlicher Inflationsrückgang im Dezember waren die Haupttreiber der positiven Entwicklung.
- Der europäische Aktienmarkt ist attraktiv bewertet, nicht viel höher als in früheren Markttiefs. Mehrere Sektoren (z. B. Autohersteller) verzeichnen KGV von deutlich unter 10.

Vereinigtes Königreich

- Im Januar 2023 legte der britische Aktienmarkt um 4.1% zu – die schwächste Performance aller grossen Märkte. Dies muss relativiert werden, denn das Vereinigte Königreich entwickelte sich 2022 deutlich besser als alle anderen Märkte.
- Der britische Markt bleibt sehr attraktiv bewertet, aber die Fundamentaldaten sind sehr schwach und politische Risiken bleiben bestehen.

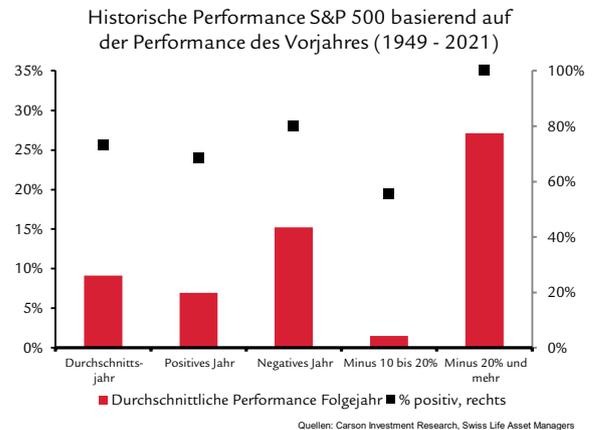
Schweiz

- Der Schweizer Markt legte im Januar um 5.4% zu.
- Er entwickelte sich unter anderen Aktienmärkten; dies aufgrund der schwachen Performance der drei Indexschwergewichte Nestlé, Roche und Novartis. Deren Renditen lagen zwischen -0.7 und 3%.
- Der Schweizer Markt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt. Er ist aber defensiv und dürfte in einem wechselhafteren Umfeld outperformen.

Schwellenländer

- Im Januar 2023 erzielten Schwellenländeraktien eine Rendite von 7.9%, was sie nach der Eurozone zum zweitgrössten Gewinner macht.
- Hauptgrund dafür ist die Wiedereröffnung im Indexschwergewicht China, was die Wirtschaftsentwicklung im Inland und in den Schwellenländern allgemein stützen wird.

Zinsschritte und Rezessionen: Folgen für 2023



Die Vergangenheit weist ein recht klares Muster auf: Schlechte Aktienjahre fallen mit Rezessionen zusammen, denen in der Regel grosse Zinsschritte der Zentralbanken vorausgehen. Ein Verlust von 15 bis 20% im S&P 500 wie 2022 ist unter solchen Umständen normal. Historisch gesehen stoppten die Zinserhöhungen der Zentralbanken im Folgejahr und der S&P 500 erholte sich. Die Grafik oben zeigt, dass seit 1950 jedem Jahr mit Verlusten von über 20% ein Jahr mit durchschnittlich sehr starken Gewinnen im S&P 500 folgte. In einem Jahr wie 2022, in dem der S&P 500 rund 18% verlor, war das Folgejahr historisch das schwächste unter den obigen Szenarien und nur in rund 56% der Fälle positiv mit einer durchschnittlichen Rendite im tiefen einstelligen Bereich.

2023 eine Performance über dem historischen Track Record zu erzielen, wird schwierig. Dafür gibt es mehrere Gründe: Erstens rentierte der Aktienmarkt in den sechs Monaten vor dem Ende des Zinserhöhungszyklus im Mittel negativ. Zweitens deuten Schätzungen auf Gewinnwachstum hin – was in einer Rezession nach dem Zweiten Weltkrieg noch nie der Fall war. Drittens sind die Gewinnkorrekturen und der Ausblick schwach. Es gibt aber auch positive Zeichen: Erstens sind die Bewertungen vs. Vorjahr viel attraktiver. Die Nicht-US-Märkte sind geradezu billig und die Preise sind nicht weit von den typischen Rezessionstiefs entfernt. Zweitens ist die Stimmung «bearish». Drittens haben viele Anleger bereits grosse Beträge in Anleihen umgeschichtet und viertens nimmt die Inflation ab und das Fed könnte die Zinserhöhungen bald einstellen. Wir erwarten für das Gesamtjahr nach wie vor einstellige Aktienrenditen und eine weitere kurzfristige Korrektur.

Währungen

Der Euro feiert ein Comeback

USA

- Im Januar 2023 verlor der USD handelsgewichtet 1.5%, weil zyklische Währungen wie EUR, GBP und alle wichtigen Schwellenländerwährungen in einem risikofreundlichen Marktumfeld ein Comeback feierten.
- Der positive USD-Zyklus endete zwar, da wir uns 2023 einer US-Rezession und danach Zinssenkungen nähern, aber wir halten die jüngsten Bewegungen für etwas übertrieben. Wenn wir mit unserer Prognose eines kurzfristig weniger risikofreundlichen Umfelds recht haben, könnte sich der USD temporär erholen.

Eurozone

- Der EUR wertete im Januar nicht nur vs. den USD auf, sondern aufgrund restriktiverer Markterwartungen für die EZB auch vs. europäische Währungen. Besonders stark war die Veränderung vs. SEK (+1.9%) und NOK (+3.4%).
- Die EUR-Aufwertung könnte zwar kurzfristig pausieren oder umkehren, aber der EUR dürfte 2023 aufgrund eines im Vergleich zu anderen Ländern verzögerten Zinsanhebungszyklus und der hartnäckigen Inflation gestützt bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP startete stark ins Jahr: Es wertete im Januar vs. den USD auf und behauptete sich vs. den EUR.
- Wir beurteilen GBP/USD nach der Rally im Januar negativ, auch aufgrund des sich verschlechternden Wachstums-Inflations-Mix im Vereinigten Königreich.

Schweiz

- Der CHF büsste im Januar handelsgewichtet rund 0.5% ein, sodass die SNB Devisen verkaufen konnte.
- Nach der Rally von EUR/CHF über die Parität erwarten wir kurzfristig eine gewisse Abschwächung.

Japan

- Seit dem Peak Mitte Oktober ist USD/JPY um satte 14% gefallen. Die Bank of Japan (BoJ) hielt im Januar an ihrer revidierten Zinskurvenkontrolle fest, aber die Märkte zweifeln zunehmend an der Nachhaltigkeit dieser Politik, die unter einem neuen BoJ-Chef aufgehoben werden könnte.
- Dies könnte später zu höheren japanischen Anleiherenditen führen und unsere negative Sicht auf USD/JPY für 2023 bestätigen.

Geringere Zinsdifferenzen stützen EUR vs. USD



Das Jahr 2023 begann wie das Jahr 2022 endete: Das risikofreundliche Marktumfeld stützte die zyklischen Währungen wie EUR und GBP zulasten der Fluchtwährungen USD und CHF. Ein sehr wichtiger Treiber waren auch die geringeren Zinsdifferenzen. In den USA bestätigten Inflations- und Konjunkturdaten generell die Konsensusmeinung einer Konjunkturabschwächung und einer anhaltenden Disinflation, was die geldpolitischen Erwartungen (und somit die Renditen auf Staatsanleihen) über einen Zweijahreshorizont relativ stabil hielt. In der Eurozone überraschten die Konjunkturdaten aber positiv, weil die befürchtete Winterrezession dank der überraschend guten Energiepreise eher eine Winterflaute sein dürfte. Derweil erhöhten die anhaltende Stärke des Arbeitsmarkts und der überraschend solide Konsum den Inflationsdruck. Anders als in den USA stieg die Kerninflation im Dezember weiter an, blieb im Januar unverändert und übertraf in beiden Monaten die Markterwartungen. Daher erhöhten die Märkte ihre Erwartungen an Zinsschritte der EZB, was zur Verringerung der Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone beitrug. Dies deckt sich zwar mit unserem Ausblick für 2023 in der letzten Ausgabe, aber wir glauben, dass die jüngsten Bewegungen etwas übertrieben waren und sich der EUR vs. USD und CHF kurzfristig abschwächen könnte, auch angesichts der erhöhten spekulativen Long-Position in EUR und unserer Einschätzung eines weniger freundlichen Umfelds für Risikoanlagen in den kommenden Monaten.

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

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, 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.