

Juni 2022

Zinsen und Anleihen

Die Renditen werden attraktiver

USA

- Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen erreichten im Mai ihren Höhepunkt bei knapp 3.1%, bevor sie wegen des Abschwungs bei Risikoanlagen auf rund 2.7% zurückgingen. Die Kreditspannen weiteten sich zunächst um 14 BP aus, schloss den Monat aber weitgehend unverändert ab.
- Sollte sich die Inflation in den kommenden Monaten nicht abschwächen, muss das Fed seine Straffung der Geldpolitik wohl beschleunigen.

Eurozone

- Der EUR-Kreditmarkt entwickelt sich aufgrund der Zurückhaltung der EZB weiterhin unter seinem US-Pendant. Die Kreditspannen weiteten sich im Mai um 16 BP aus und die Zinssätze stiegen leicht an.
- Die Märkte preisen derzeit den ersten Zinsschritt der EZB für Juli und weitere Schritte für die nächsten Sitzungen in einem Umfeld stark steigender Inflation ein. Mittelfristig bleibt unklar, ob die EZB ebenso rigoros handeln wird wie die US-Notenbank.

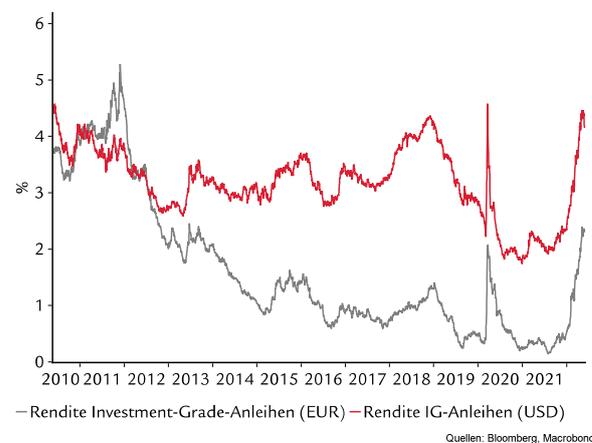
Vereinigtes Königreich

- Im Vereinigten Königreich gingen die Zinssätze innerhalb der ersten zwei Wochen leicht zurück, endeten den Monat aber weitgehend unverändert.
- Die Anhebung des Leitzinses auf 1% und die gleichzeitige Warnung vor drohenden Rezessionsrisiken war für die Märkte schwierig zu verarbeiten. Die BoE erwartet fünf weitere Zinsschritte im Jahr 2022, um die Inflation einzudämmen, was auch das Wachstum abschwächen wird.

Schweiz

- Die Renditen Schweizer Staatsanleihen sanken im Verlauf des Monats Mai weiter und waren damit die Ausnahme. Der Spread gegenüber deutschen Bundesanleihen liegt nun wieder bei –27 BP – ein Niveau wie zuletzt vor der Pandemie.
- Auch die SNB wird restriktiver, obwohl die Inflation in der Schweiz noch relativ begrenzt ist.

Rendite von Investment-Grade-Anleihen in EUR und USD



Mit dem starken Anstieg von Zinssätzen und Kreditspannen verzeichneten Fixed-Income-Fonds den schlechtesten Jahresstart der Geschichte. Die Gesamtrenditen von US-Investment-Grade-Anleihen (IG) lagen Ende Mai bei –11.5%, die EUR-Pendants gaben mit –8.2% etwas weniger nach. Derweil bleibt die Inflation hoch, die geopolitischen Spannungen sind gross und Rezessionsängste nehmen zu, was den Appetit für Risikoanlagen mindert. IG-Anleihen werden jedoch wieder attraktiv. Die Renditen von EUR-IG-Anleihen liegen aktuell bei 2.3% und damit auf dem Niveau von 2013. Auch US-IG bietet attraktive Renditen von 4.15%, nahe den Höchstwerten im Dezember 2018 oder beim Ausbruch der Corona-Pandemie. Während sich die Kreditspannen in einem abflauenden Wachstumsumfeld weiter ausweiten könnten, dürften die Zinssätze wieder eine Absicherung gegen einen Rückgang bei den Risikoanlagen bilden. Ausserdem dürften wir bei Inflation und Wachstum einen Höhepunkt erreicht haben, was historisch ein guter Zeitpunkt für Investitionen in Staatsanleihen war. Vorerst bleiben wir bei Duration und Risiko jedoch vorsichtig. Wir erwarten zwar einen kurzfristigen Rückgang der Kreditspannen, aber wir würden diese Marktentwicklung nutzen, um den Anteil zyklischer Emittenten oder jener mit tieferem Rating zu reduzieren.

Aktien

Attraktivität vs. Anleihen reduziert

USA

- Im Mai war der US-Markt sehr volatil. Bis am 20. Mai büsste er 5% ein, aber eine starke Rally führte Ende Monat zu einem deutlich tieferen Verlust von 0.3%. Die Performance seit Jahresbeginn beträgt – 14.1%.
- Die Bewertung ist in den letzten Monaten zurückgegangen, aber der US-Markt ist absolut und relativ (gegenüber anderen Aktienmärkten) immer noch teuer.
- Die US-Geldpolitik bleibt die restriktivste.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone legte im Mai um 0.6% zu und verlor 2022 bisher 10.4%.
- Die Berichtssaison lieferte ausgezeichnete Ergebnisse, trotz Auswirkungen des Ukrainekrieges.
- Die Geldpolitik ist ein zweischneidiges Schwert für die Eurozone: Einerseits ist sie noch viel lockerer als in den USA, andererseits besteht ein klares Bedürfnis nach einer Straffung.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Aktienmarkt schnitt dieses Jahr bisher am besten ab. Der Markt legte im Mai um 1.3% und 2022 um 7.2% zu.
- Er weist von allen grossen Märkten die tiefste Bewertung und die zyklischste Sektorallokation auf. Beispielsweise beträgt der Anteil des Energiesektors 14% gegenüber nur 5% in den Industrieländern.

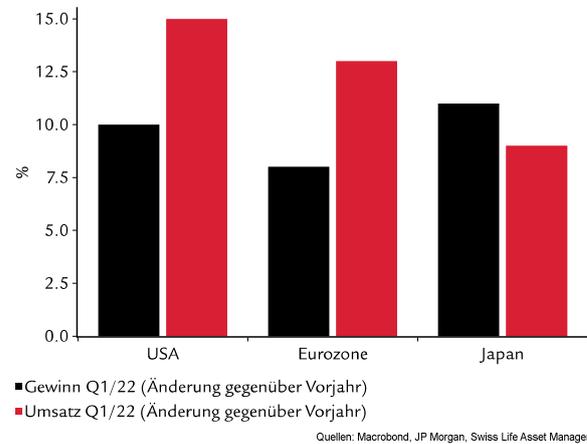
Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt büsste im Mai 4.5% ein, seit Jahresbeginn 9.4%. Gegen Monatsende fand im Vergleich zu anderen Märkten keine Erholung statt.
- Die vergleichsweise geringe Performance ist primär auf einen sehr schwachen Monat für Roche und Nestlé zurückzuführen. Diese beiden Aktien weisen im SPI zusammen eine Gewichtung von 32% auf und verloren im Mai 7 bzw. 10%.

Schwellenländer

- Die Schwellenländeraktien legten im Mai um 0.4% zu, gingen aber seit Jahresbeginn um –11.8% zurück.
- Schwellenländer haben mehrere Probleme: eine schwache chinesische Wirtschaft, hohe Lebensmittel- und Agrarpreise, steigende US-Renditen und schwere Auswirkungen des Ukrainekrieges.
- Die Bewertung ist attraktiv, aber Bedenken zu China rechtfertigen vorerst eine vorsichtige Haltung.

Berichtssaison, Gewinnprognose und -bewertung.



Die Berichtssaison für das 1. Quartal 2022 ging mit insgesamt sehr guten Ergebnissen zu Ende. Das Gewinnwachstum (gegenüber dem 1. Quartal 2021) liegt zwischen 8 und 11% und die Umsätze stiegen noch stärker. Damit wurden in dieser Berichtssaison die Erwartungen zwischen 2 und 14% übertroffen. Von diesen positiven Überraschungen haben die Erwartungen für das ganze Kalenderjahr 2022 profitiert, die trotz Sorgen um steigende Inflation, höhere Zinssätze und Ukrainekrieg höher liegen als zu Jahresbeginn. Weil die Analysten ihre Gewinnwachstumsschätzungen für das ganze Jahr anhoben, kamen die Gewinnrevisionen (Aufwärts- minus Abwärtskorrekturen) wieder in den positiven Bereich. Für 2023 wurden die Erwartungen nur marginal gesenkt. Sollten diese Wachstumsraten eintreten, sind die meisten Aktienmärkte derzeit gemäss Kurs-Gewinn-Verhältnis oder tiefer eingepreist. Der Ertragsausblick und der Bewertungszeitpunkt deuten auf vernünftig bewertete Aktienmärkte hin, die sich erholen könnten, sobald sich die Ängste vor anhaltend hoher Inflation, Stagflation und Kriegsfolgen gelegt haben. Andererseits sind Anleihen im Vergleich zu Aktien deutlich attraktiver geworden, weshalb das Argument, es gebe keine Alternative, weniger Bedeutung hat als noch vor einigen Monaten.

Währungen

Engagierteres Fed dürfte USD-Stärke verursachen

USA

- Im Mai wertete der USD gegenüber Euro und Schweizer Franken leicht ab, weil die Märkte einen früheren Beginn der Normalisierung der Geldpolitik durch die EZB und die SNB einzupreisen begannen.
- Unserer Ansicht nach bleibt das Fed bei der Inflationsbekämpfung stärker engagiert als seine Pendanten in Europa, was unsere Einschätzung eines stärkeren Dollars erklärt.

Eurozone

- Angesichts der erneuten Inflationsbeschleunigung im Mai muss die EZB mit der geldpolitischen Normalisierung früher als erwartet beginnen. Erste Zinsschritte sind inzwischen voll eingepreist.
- Insgesamt ist die EZB weniger entschlossen, die Inflation rigoros zu bekämpfen als das Fed. Wir rechnen daher mit einer erneuten Euro-Schwäche, sobald die EZB die Zinsen anzuheben beginnt.

Vereinigtes Königreich

- GBP/USD wird parallel zur erwarteten Dollaraufwertung in den kommenden Wochen sinken.
- Aufwärtsrisiken für das Pfund wären eine restriktivere Haltung der Bank of England oder eine bessere Risikostimmung der Anleger.

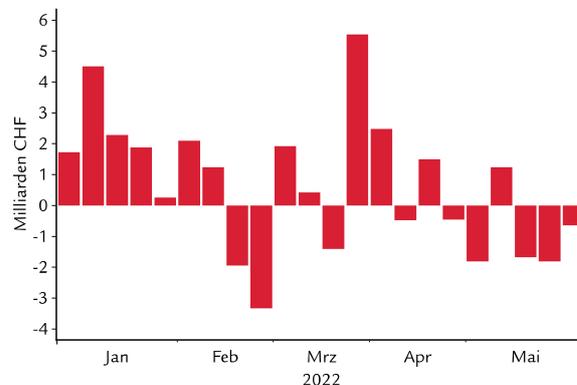
Schweiz

- Den rückläufigen Sichteinlagen der heimischen Banken nach zu urteilen, hat die SNB im Mai auf Interventionen an den Devisenmärkten verzichtet.
- Da der CHF im aktuellen geopolitischen Umfeld gefragt bleiben dürfte, halten wir an unserer negativen Sicht auf EUR/CHF fest.

Japan

- Die Bank of Japan ist die letzte moderat agierende Zentralbank. Ihre Rhetorik zum geldpolitischen Ausblick bleibt unverändert.
- USD/JPY befindet sich fast in einem 20-Jahres-Hoch. Bei diesen hohen Niveaus ist unsere Sicht auf USD/JPY neutral.

Schweiz: Rückgang der Sichteinlagen



■ SNB-Sichteinlagen inländischer Banken (Änderung gegenüber Vorwochen)

Quellen: SNB, Bloomberg, Macrobond

Eine zu Quartalsbeginn erwartete Entwicklung hat sich im Mai bewahrheitet: Der USD schwächte sich gegenüber allen grossen Industriewährungen ab. Grund dafür waren die Anpassungen der Markterwartungen zur geldpolitischen Normalisierung durch die EZB bzw. die SNB. Die Euro-Aufwertung dürfte sich als temporär erweisen, auch wenn die Einlagesätze im Euroraum in den nächsten zwölf Monaten positiv werden sollten. Die EZB geht gegen die Inflation weniger entschlossen vor als das Fed. Die Realzinsdifferenzen dürften den USD also künftig stützen. Im Gegensatz zu unseren Annahmen zu Jahresbeginn gehen wir nun davon aus, dass auch die SNB im 2. Halbjahr 2022 die Zinsen anheben wird – zum ersten Mal seit 2007. Die SNB intervenierte zuletzt weniger an den Devisenmärkten und gemäss dem Umfang der Sichteinlagen inländischer Banken im Mai gar nicht (siehe Grafik). Wir schliessen daraus, dass die SNB eine gewisse Toleranz hegt, den CHF gegenüber dem Euro aufwerten zu lassen, und gehen weiter davon aus, dass EUR/CHF in Richtung Parität tendiert. Das hartnäckig hohe Inflationsgefälle zwischen Schweiz und Euroraum treibt den «fairen» Wert des Wechselkurses EUR/CHF immer weiter nach unten. Weitere negative Meldungen zum Ukrainekrieg und die latente Gefahr eines plötzlichen Gaslieferstopps, die den Euroraum in eine Rezession stürzen könnten, könnten den Euro zusätzlich unter Druck setzen. Eine Deeskalation des Ukrainekriegs oder potenzieller zyklischer Rückenwind für die europäische Wirtschaft bei einer Abkehr Chinas von seiner «Null-Covid-Politik» stellen Risiken für unsere Einschätzung eines gegenüber USD und CHF schwächeren Euros dar. Beides ist zumindest kurzfristig unwahrscheinlich.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@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 or 1, NO-0161 Oslo