

November/Dezember 2021

## Zinsen und Anleihen

Zwingt die Inflation die Notenbanker zum Handeln?

### USA

- Die Renditekurve von US-Staatsanleihen verflachte sich im Oktober: Die 5-jährigen Renditen stiegen um rund 20 BP, die 30-jährigen sanken um 11 BP. Die Finanzmärkte erwarten, dass das Fed die Leitzinsen bis Ende 2022 zweimal anhebt.
- Wir erwarten, dass das Fed den Leitzins im nächsten Jahr nur einmal anhebt mit dem Risiko einer zweiten Erhöhung, sollte die Inflation nicht abflauen.

### Eurozone

- Die Gaskrise auf dem alten Kontinent und die positive Korrelation mit US-Treasuries führten zu einer Verflachung der Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen. Die 5-jährigen Renditen kletterten im Oktober um 17 BP.
- Gemäss EZB stimmt die aktuelle Einpreisung der Zinsanhebungen durch die Märkte nicht mit ihrer Forward Guidance überein. Sie dürfte im Dezember ein neues Anleihekaufprogramm ankündigen, das das aktuelle Programm erweitern und gewisse Flexibilität aus dem PEPP (Pandemie-Notfallkaufprogramm) übernehmen soll.

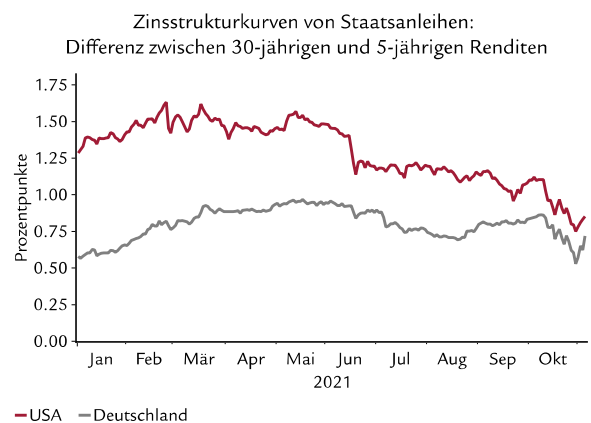
### Grossbritannien

- Die grössten Bewegungen verzeichneten im Oktober britische Staatsanleihen. Die 5-jährigen Renditen stiegen um rund 20 BP, die 30-jährigen sanken um 26 BP.
- Die Bank of England ist eine der restriktivsten G10-Zentralbanken. Mehrere Mitglieder halten Zinserhöhungen bereits 2021 für möglich. Wir halten eine erste Anhebung im Q1 2022 für wahrscheinlicher.

### Schweiz

- Die Zinsen in der Schweiz bewegten sich weitgehend analog zu ihren EUR-Pendants mit Ausnahme der zweijährigen Laufzeit, die im Monatsvergleich unverändert blieb.
- Obwohl die Inflation in der Schweiz tief bleibt, könnte die SNB dennoch beschliessen, ihre Geldpolitik zu straffen, sollte die EZB dasselbe tun. Dies dürfte jedoch frühestens 2023 ein Thema sein.

### Inflationsängste und flaueres Wachstum = flachere Kurven



MACROBOND

Aus Angst vor hartnäckigem Inflationsdruck in den Industrieländern preisten die Finanzmärkte im Oktober frühere Zinsanhebungen ein. Daher verflachten sich die Zinskurven deutlich (s. Grafik): Die Renditen am kurzen Ende stiegen und das sehr lange Ende sank. Viele Anleger befürchten, dass die über dem Ziel liegende Inflation die Zentralbanken dazu zwingen wird, trotz des abflauenden Wirtschaftswachstums die Zinsen anzuheben. Wir glauben weiterhin, dass die Inflation temporär ist und die Zentralbanker gegen eine zu starke Einpreisung von Zinserhöhungen an den Märkten vorgehen werden. Kurzfristig machen sich viele Anleger auch Sorgen über die Auswirkungen höherer Rohstoffpreise und von Lieferengpässen auf die Unternehmensgewinne. Die Q3-Ergebnisse übertrafen bisher die Erwartungen, da viele Firmen die höheren Inputpreise auf die Verkaufspreise überwälzen konnten, ohne dass die Verkaufsvolumen stark darunter litten. Unerwartet gute Gewinne, eine Fristverlängerung für die US-Schuldenobergrenze und abnehmende Ängste bez. China führten zu einer neuen Schnäppchenjagd bei Aktien. Dennoch weiteten sich die Kreditspannen leicht aus, da die Zinsvolatilität die Anlageklasse belastete. Ausblickend dürften sich die Kreditspannen seitwärts bewegen. Bei den längerfristigen Zinsen erwarten wir einen moderaten Anstieg und bei den kurzfristigen eine Stabilisierung nach dem jüngsten Anstieg.

## Aktien

Alle Verluste vom September wettgemacht

### USA

- Der S&P 500 Index legte im Oktober um 7.1% zu und schloss den Monat mit einem Allzeithoch leicht über 4600 ab. Der US-Markt schlug die anderen Märkte aufgrund der starken Ergebnisse grosser Tech-Firmen um 2 bis 3%. Der Anstieg seit Jahresbeginn beträgt nun rund 25%.
- Die US-Berichtssaison startete mit guten Resultaten. Die Gewinne im Q3 stiegen vs. Vorjahr um 37%, der Umsatz um 16%. Das Gewinnwachstum ist fast 10% höher als vor einem Monat erwartet und über 80% der Firmen übertrafen die Erwartungen.

### Eurozone

- Der Markt legte im Oktober um 4.7% und seit Jahresbeginn um 21% zu.
- Der europäische Aktienmarkt ist derzeit gemäss unserer kombinierten Sicht auf Bewertung und technische Indikatoren der attraktivste Markt.

### Grossbritannien

- Im Oktober legte der britische Aktienmarkt 2.1% zu, der Anstieg seit Jahresbeginn betrug 13.9%.
- Der britische Markt ist aus Bewertungssicht sehr attraktiv, aber der Brexit und der hohe Anteil an Wertaktien belasten den Markt nach wie vor.

### Schweiz

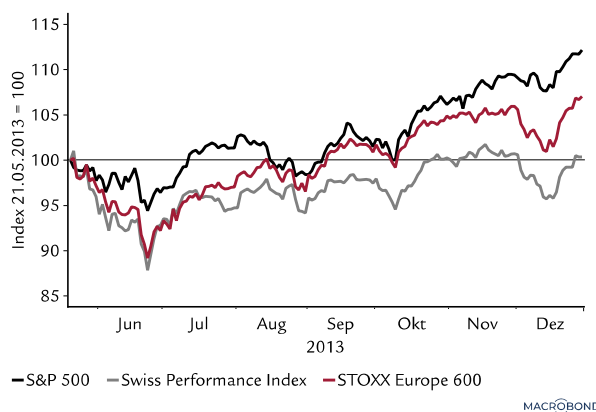
- Der Schweizer Markt erzielte im Oktober eine Rendite von 3.8%, seit Jahresbeginn legte er um 17.2% zu.
- Finanzdienstleister hatten einen starken Oktober, während sich der Gesundheitssektor analog zum Index entwickelte.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste. Als defensiver Markt dürfte er allerdings in einem volatileren Umfeld vorteilhaft aufgestellt sein.

### Schwellenländer

- Schwellenländer entwickelten sich im Oktober mit einem Anstieg von 1.0% unterdurchschnittlich. Seit Jahresbeginn liegt die Performance aufgrund des schwachen chinesischen Markts, der mehr als 35% des Index ausmacht, bei null.

### Steigende Anleiherenditen und Aktienmärkte

Aktienmarktentwicklung (Gesamtrendite) nach "Taper Tantrum"



Die seit August steigenden Renditen auf Staatsanleihen, die auch auf die zaghaften Ankündigungen mehrerer Zentralbanken zurückzuführen sind, die Staatsanleihekäufe zu drosseln und letztlich einzustellen, schürten die Ängste vor einem weiteren «Taper Tantrum» wie 2013. Als das Fed im Mai 2013 ankündigte, die Anleihekäufe zu reduzieren («Tapering»), reagierte der Aktienmarkt innerhalb weniger Tage mit einer Korrektur von 5% in den USA, und rund 11% bzw. 13% in der Schweiz und in der Eurozone (siehe Grafik). Die Renditen 10-jähriger Anleihen stiegen im gleichen Zeitraum um rund 0.3 bis 1.0 Prozentpunkte. Per Ende 2013 lag der US-Aktienmarkt seit Beginn der Korrektur im Mai um 13% höher, der europäische Markt um 7% höher und der Schweizer Markt um 0.7% tiefer. Während den acht Phasen stark steigender Anleiherenditen seit 1990 zeigt sich ein ähnliches Bild: in der Zeit vom Tief- bis zum Höhepunkt der Rendite 10-jähriger US-Treasuries waren die Aktienrenditen nur in einem Fall, 1993/1994, negativ. Im Mittel stieg der Aktienmarkt in diesen Phasen um über 20% und die Rendite 10-jähriger US-Treasuries nahm um fast 2 Prozentpunkte zu. Die heutige Situation unterscheidet sich jedoch in zweierlei Hinsicht von früheren Phasen: Erstens ist der Ausgangspunkt der Anleiherenditen viel tiefer und zweitens weisen alle Anlageklassen hohe Bewertungen auf. Daher dürfte ein weiterer markanter Anstieg der Anleiherenditen über kurze Zeit die Aktienmärkte stärker beeinflussen als früher. Solange aber Wirtschafts- und Gewinnwachstum robust bleiben (wie wir erwarten) und die Zentralbanken ihre Geldpolitik locker halten, dürften die Aktienmärkte auch diesmal moderat und langsam steigenden Anleiherenditen standhalten.

# Währungen

CHF bleibt vs. EUR relativ stark

## USA

- Der USD blieb im Oktober auf handelsgewichteter Basis praktisch unverändert.
- Aufgrund verstärkter Inflationsängste preisten die Märkte frühere Zinserhöhungen durch das Fed ein. Da das Gleiche in fast allen entwickelten Ländern der Fall war, war der Einfluss auf die USD-Wechselkurse gering.
- Dennoch sprechen Zinsdifferenzen («Carry») für den USD, vor allem vs. die Tiefzinswährungen EUR, CHF und JPY. Der USD dürfte daher mittelfristig vs. diese Währungen aufwerten.

## Eurozone

- Trotz soliden Wirtschaftsdaten, positiven Inflationsüberraschungen und gestiegenen Markterwartungen für Leitzinserhöhungen der EZB blieb der EUR im Oktober schwach und büsste vor allem vs. andere europäische Währungen wie CHF, GBP, SEK und NOK ein.
- Die Märkte haben auf die Oktobersitzung der EZB überreagiert, was der Rückgang der Zinsanhebungserwartungen in den ersten Novembertagen verdeutlichte. Wir halten daher an unserer negativen Sicht auf EUR/USD fest.

## Grossbritannien

- Wie erwartet wertete das GBP im Oktober vs. den USD auf, weil die Markterwartungen für Zinserhöhungen durch die Bank of England gestiegen sind.
- Bei GBP/USD sind wir nun neutral, da diese Erwartungen nun fair eingepreist sind.

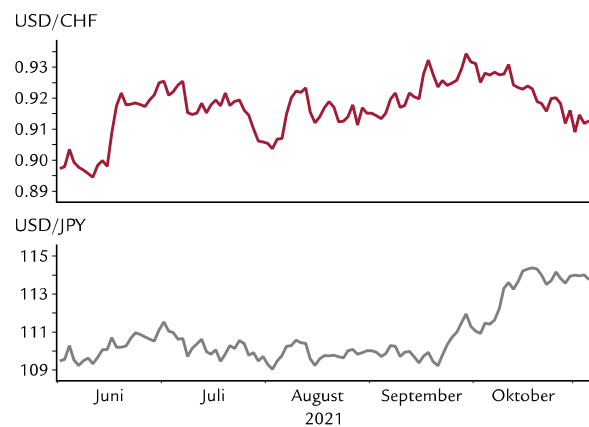
## Schweiz

- Im Oktober wertete der CHF vs. den EUR überraschenderweise fast 2% auf (siehe Haupttext).
- Da die Renditedifferenz zwischen der Schweiz und Deutschland gering ist und sich angesichts der gleichgerichteten Geldpolitik der SNB und der EZB kaum ändern dürfte, bleiben wir bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF.

## Japan

- Der JPY wertete vs. den USD in der ersten Oktoberhälfte weiter ab. Der USD/JPY-Kurs pendelte sich anschliessend bei etwa 114 ein.
- Der JPY dürfte vs. den USD relativ schwach bleiben, da die Zinsen in Japan aufgrund des geringen Wachstums und der niedrigen Inflation tief bleiben werden.

## «Sichere Häfen» auf unterschiedlichem Kurs



MACROBOND

Im Oktober wies der CHF die drittstärkste Performance unter den Industrieländerwährungen auf. Nur AUD und NZD schnitten besser ab (beide profitierten von stark steigenden Zinserwartungen). Besonders auffällig war die Bewegung vs. die Einheitswährung: EUR/CHF fiel Ende Oktober unter 1.06 und näherte sich so dem zyklischen Tief vom Mai 2020, als der Wirtschaftsausblick düster war. Diesmal aber spiegelt die CHF-Stärke keine «Risk-off»-Stimmung der Anleger wider, im Gegenteil: Risikoanlagen hatten einen soliden Monat und der JPY – auch eine beliebte Währung in unsicheren Zeiten – verlor auf handelsgewichteter Basis 2.5%. Die «Risk-on»-Stimmung trug sicherlich zur JPY-Schwäche bei und auch das politische Umfeld wird eine schwache Währung weiter begünstigen. Die jüngsten Parlamentswahlen zementierten die absolute Mehrheit der LDP-Partei. Die relativ lockere Geld- und Fiskalpolitik dürfte in Japan daher anhalten.

Ohne Zuflüsse in «sichere Häfen» ist die Aufwertung von CHF vs. EUR am besten durch das fehlende «Carry» zu erklären. Bei diversen Laufzeiten sind die Renditen von Schweizer Staatsanleihen höher als jene der deutschen und die Märkte halten eine Leitzinserhöhung durch die SNB in den nächsten zwölf Monaten für wahrscheinlicher als einen Zinsschritt der EZB (bei Redaktionsschluss 8 BP Erhöhung für die EZB vs. 18 BP für die SNB). Obwohl dies angesichts der deutlich tieferen Inflation in der Schweiz seltsam erscheint, glauben wir nicht an eine baldige Rückkehr eines positiven EUR-«Carry». Wir bleiben daher bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF, obwohl die Risiken für diese Sicht zugegebenermassen kurzfristig asymmetrisch sind, da eine Erholung wahrscheinlicher ist als ein weiterer Ausverkauf von EUR/CHF.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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.