

Februar 2021

Zinsen und Anleihen

Die Märkte stellen sich auf höhere Inflation ein

USA

- Die US-Wirtschaftsdaten schwächten sich zwar Ende 2020 ab, das neue Jahr begann aber sehr erfreulich, da nun die «Stimulus Checks» aus dem Dezember-Fiskalpaket verteilt werden. Die Unternehmensumfragen stimmen zuversichtlich, und die Industrieproduktion erholte sich weiter.
- Da sich die gesamte Regierung nun in den Händen der Demokraten befindet, erwarten wir weitere fiskalpolitische Impulse. Da die Geldpolitik gleichzeitig sehr expansiv bleibt, preisen die Märkte nun bessere Wachstums- und Inflationsaussichten ein.

Eurozone

- Die Coronavirus-Mutationen zwangen die Länder, noch strengere Restriktionen einzuführen. Diese belasten zwar die Konjunktur, aber der wirtschaftliche Schaden ist viel weniger gross als in der ersten Welle.
- Die EZB änderte in ihrer Januar-Sitzung nichts, aber Präsidentin Lagarde klang angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung etwas restriktiver als erwartet. Angesichts der immer noch umfangreichen Anleihenkaufprogramme erwarten wir vorerst keine weiteren geldpolitischen Massnahmen.

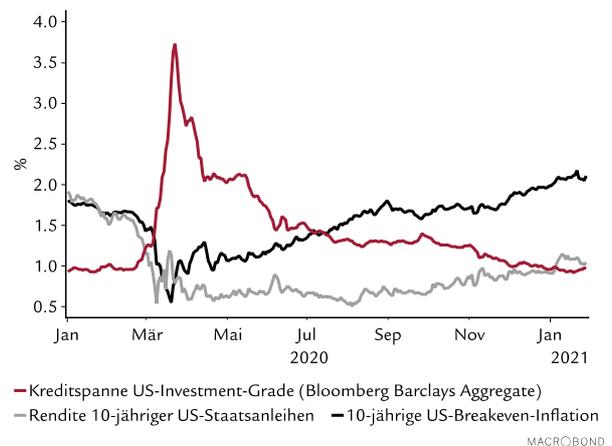
Grossbritannien

- Grossbritannien und die EU einigten sich in letzter Minute über ein begrenztes Handelsabkommen. Die schwindende Unsicherheit könnte auf Eis gelegte Investitionspläne wieder aktivieren.
- Der strenge Lockdown und die entsprechenden wirtschaftlichen Schäden könnten die Bank of England zu weiteren geldpolitischen Lockerungen verleiten.

Schweiz

- Die Schweizer Wirtschaft dürfte bereits 2021 wieder das Vorkrisenniveau erreichen, schneller als die meisten anderen europäischen Länder.
- Aufgrund der positiven Risikostimmung an den Finanzmärkten nahmen die Zuflüsse in «sichere Häfen» wie den CHF ab, was den Bedarf an SNB-Interventionen reduzierte.

US-Inflationserwartungen wieder auf normalen Niveaus



Die Trump-Ära ist vorbei, aber wie erwartet war es kein leiser Abgang. Nach monatelangen Tweets über Wahlbetrug sorgte er für eine aufgeheizte Stimmung, was damit endete, dass seine Unterstützer das Kapitol stürmten. Die Märkte ignorierten die Turbulenzen jedoch völlig. Präsident Bidens Vorschlag eines neuen Finanzpakets von USD 1.9 Billionen (8.8% des BIP) und die Bestätigung von Janet Yellen – der gemässigten Ex-Fed-Vorsitzenden – als US-Finanzministerin lösten in den Märkten Beifall aus. Die US-Staatsanleihenrenditen stiegen an, die Kreditspannen bewegten sich auf ein Vorkrisentief und die US-Inflationserwartungen erreichten ein Niveau wie seit 2018 nicht mehr. Was bedeutet das für 2021? Die Kreditfundamentaldaten sind zwar schwach und die Bewertungen sehr hoch, doch ist die technische Unterstützung immer noch zu stark, als dass sich die Kreditspannen kurzfristig ausweiten könnten. Die Märkte dürften sich 2021 trotzdem nicht reibungslos entwickeln. Die Bewertungen in fast allen Anlageklassen sind nach historischen Standards überzogen und die Anfälligkeit für temporäre Korrekturen damit gestiegen. Wir glauben deshalb, dass man in diesem Umfeld agil bleiben muss und eine gute Kreditauswahl entscheidend ist. Im Moment halten wir an unserer leichten Übergewichtung von Unternehmensanleihen und der kurzen Durationspositionierung fest, was sich aber bei Bedarf schnell ändern kann.

Aktien

Mutation oder Impfung, was ist schneller?

USA

- Trotz der Hoffnung auf zusätzliche fiskalpolitische Impulse und Vorsprung bei der Impfkampagne hinken US-Aktien der globalen Benchmark seit Jahresbeginn etwas hinterher. Letztere wurde v. a. durch die starke Performance von Schwellenländeraktien begünstigt.
- Wir bleiben bei US-Aktien vorsichtig positiv, primär weil sich die US-Wirtschaft im 1. Halbjahr 2021 dank fiskalpolitischer Impulse weiterhin besser entwickeln dürfte als Europa. Das vorgeschlagene Konjunkturpaket wird sicherlich auf einige Hürden stossen, was zu kurzfristiger Volatilität führen könnte, aber allgemein wird erwartet, dass es spätestens im März vom Kongress verabschiedet wird.

Eurozone

- Die Eurozone zahlt den Preis für die halbherzigen Impfstoffbestellungen in Form von verlängerten Lockdowns, die die Wirtschaft im 1. Quartal 2021 belasten.
- Die seit Krisenbeginn akkumulierte Unterperformance von rund 25% vs. US-Aktien stellt jedoch für Eurozoneaktien ein gewisses Aufholpotenzial dar. Dies rechtfertigt eine neutrale bis leicht positive Sicht auf diesen Markt.

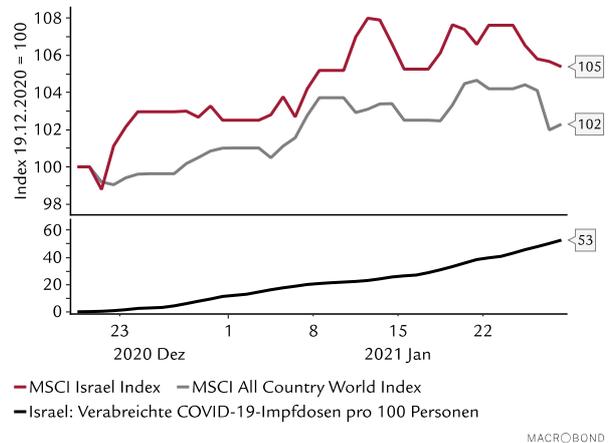
Grossbritannien

- Der in letzter Minute geschlossene Handelsdeal zwischen Grossbritannien und der EU und die raschen Impffortschritte belebten britische Aktien nach einer starken Unterperformance 2020 jüngst wieder.
- Obwohl britische Aktien attraktiver bewertet sind als andere, bleiben wir untergewichtet. Angesichts grosser politischer Risiken (z. B. schottisches Unabhängigkeitsbestreben) und eines kurzfristig düsteren Konjunkturausblicks ist für uns eine erhöhte Risikoprämie für britische Aktien gerechtfertigt.

Schweiz

- Schweizer Aktien starteten relativ gut ins Jahr 2021, da der wirtschaftliche Schaden der zweiten Welle begrenzt ist und ihre defensive Natur Ende Januar beim Volatilitätsanstieg unterstützend wirkte.
- Dennoch bleiben Schweizer Aktien relativ attraktiv bewertet, da sie 2020 eine Unterperformance erzielten. Gleich wie EWU-Aktien haben Schweizer Aktien somit das Potenzial, in Zukunft aufzuholen – daher unsere neutrale Einschätzung.

Israel: Outperformance bei Aktien und Impfungen



Der Durchbruch bei den Impfstoffen im November 2020 befeuerte die enorme Jahresend rally globaler Aktien. Die laufende Debatte über das Konjunkturprogramm in den USA und Meldungen zu den COVID-19-Impfprogrammen werden wohl die wichtigsten Treiber für die Aktienmärkte bleiben. So führten z. B. Berichte über sich schnell ausbreitende Virusmutationen und die schleppende Impfeinführung im Januar 2021 zu einem weiteren Monat mit markanter Unterperformance europäischer Aktien. Derweil scheint es, dass der Aktienmarkt in Israel von den rekordschnellen Impffortschritten im Land profitierte. Seit Beginn der Impfungen am 19. Dezember 2020 wurden bereits 53 Dosen auf 100 Personen verabreicht, während der MSCI Israel Index bei Redaktionsschluss die globale Benchmark um rund drei Prozentpunkte übertroffen hat (s. Chart).

Da viele positive Meldungen bereits eingepreist sind und die Bewertungen hoch sind, wäre das grösste Abwärtsrisiko für globale Aktien, wenn die Herdenimmunität nicht schnell genug eintritt. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit von Virusmutationen, welche die aktuellen Impfstoffe weniger effektiv oder gar unwirksam machen würden. Dies ist zwar nicht unser Basisszenario, aber von Zeit zu Zeit werden negative Meldungen über Impffortschritte oder Virusmutationen auftreten und zu Volatilität führen in einem Markt, der immer noch ein positives Momentum aufweist, auch aufgrund anhaltender fiskalischer und geldpolitischer Impulse und fehlender Alternativen. Daher bleiben wir gegenüber Aktien in nächster Zeit vorsichtig positiv.

Währungen

USD-Aufwertung macht Verschnaufpause

USA

- Wie erwartet wurde der USD-Ausverkauf zum Jahreswechsel gestoppt. Seit Jahresbeginn hat der USD gegenüber allen Hauptwährungen aufgewertet, wobei CNY und GBP die Ausnahmen waren.
- Der überdurchschnittlich gute Wirtschaftsausblick für die USA und die entsprechende Neubewertung des geldpolitischen Ausblicks waren die Hauptgründe für die jüngste USD-Stärke. Da vieles bereits eingepreist zu sein scheint, ist unsere Sicht auf den USD vs. die meisten Hauptwährungen nun neutral.

Eurozone

- Seit Jahresbeginn hat der EUR vs. USD und CHF etwas abgewertet. Die trübeners Wachstumsaussichten aufgrund erneuter Lockdowns führten zu weiterer Schwäche.
- Bei diesen Niveaus ist unsere Sicht auf EUR/USD und EUR/CHF neutral.

Grossbritannien

- Der in letzter Minute abgeschlossene Handelsdeal zwischen Grossbritannien und der EU bewirkte keine «Erholungsrally» des GBP, da die meisten Anleger (uns eingeschlossen) ein solches Ergebnis erwartet hatten. Der schnelle Impfstart war wohl der wichtigere Treiber für die jüngste GBP-Stärke, da Fortschritte an dieser Front die Wahrscheinlichkeit eines schnellen Konjunkturaufschwungs nach einem sehr düsteren 1. Quartal erhöht haben.
- Dennoch dürfte die jüngst GBP-Aufwertung überzogen sein. Schlechte Wirtschaftszahlen und anhaltende politische Risiken dürften im kommenden Monat für einen tieferen GBP/USD-Wechselkurs sorgen.

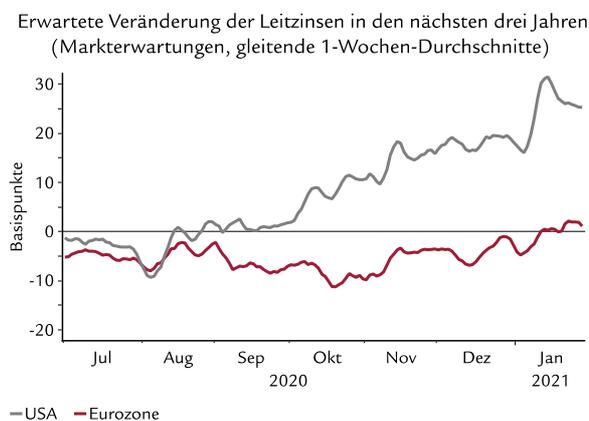
Schweiz

- Der CHF ist vs. USD seit Jahresbeginn stabil, hat aber vs. EUR aufgewertet und kratzt an der Untergrenze der Handelsspanne von 1.075 bis 1.085.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF und USD/CHF ist neutral, da die SNB bereit ist, dem CHF-Aufwertungsdruck entgegenzuwirken.

Japan

- Nach einer 1%-Abwertung des JPY vs. USD im Januar (entsprechend unserer Einschätzung) dürfte USD/JPY im Februar stabil bleiben.

Märkte erwarten, dass das Fed schneller handelt als die EZB



Das neue Jahr begann mit einem Knall. Der überraschende Erfolg der US-Demokraten bei den Stichwahlen in Georgia brachte ihnen die denkbar kleinste Mehrheit im Senat ein. Dies hat die Aussichten auf weitere fiskalpolitische Impulse stark verbessert, obwohl allgemein erwartet wird, dass das Paket eher im Bereich von USD 1.0 Billionen liegen wird als bei USD 1.9 Billionen wie von Präsident Biden vorgeschlagen. Viele Anleger hatten erwartet, dass eine demokratische Mehrheit für den USD negativ sein würde. Das Gegenteil war der Fall. Die Anleger preisten rasch bessere US-Wachstumsaussichten ein, was zu einer steileren Zinskurve und etwas restriktiveren Erwartungen für die langfristige Geldpolitik des Fed führte. Die Anleger rechnen nun für die nächsten drei Jahre mit einem Anstieg der Leitzinsen um 25 Basispunkte (s. Grafik). Vor sechs Monaten waren noch keine solchen Zinserhöhungen eingepreist. Derweil werden für die nächsten drei Jahre keine Leitzinsanpassungen der EZB erwartet, da die europäische Wirtschaft bei der Erholung wohl der Nachzügler sein wird. Der USD-Carry (d. h. Zinsdifferenz) verbesserte sich somit bei längeren Laufzeiten leicht, was den USD unterstützte. Auch leicht positiv für den USD war der Kommentar von Finanzministerin Janet Yellen, dass die USA keine schwächere Währung anstreben, um sich einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Dies zeigt, dass das Fed unter viel weniger politischem Druck stehen wird, die Wirtschaft anzukurbeln, als unter der scheidenden Administration. Dennoch dürfte viel wirtschaftlicher Optimismus bereits in den USD-Wechselkursen eingepreist sein. Wir rechnen zumindest im kommenden Monat damit, dass die USD-Aufwertung eine Pause einlegt.

Swiss Life Asset Managers



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



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@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 Corpus Sireo Real Estate 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.