

April 2021

Zinsen und Anleihen

Einmal im Leben

USA

- Die US-Wirtschaftsdaten verbessern sich sequenziell und die Stimmungsindikatoren zeigen nach oben.
- Das Fed blieb in ihren letzten Sitzungen zurückhaltend und schien vom Anstieg der langfristigen Zinsen unbeeindruckt zu sein. In Bezug auf die Bankenregulierung beschloss sie sogar, die Erleichterungen für Banken hinsichtlich der Verschuldungsquote (SLR) auslaufen zu lassen.

Eurozone

- Obwohl die Eurozone beim Impfen den USA hinterherhinkt und sich noch immer weitgehend in einer Form von Lockdown befindet, verbesserte sich die Unternehmerstimmung und die aufgestaute Nachfrage wartet darauf, freigesetzt zu werden.
- Die EZB äusserte sich stärker als das Fed zu den steigenden Staatsanleihenrenditen und kündigte ein Eingreifen an, sollte dies zu einer Verschärfung der finanziellen Bedingungen führen.

Grossbritannien

- Die eingehenden Konjunkturdaten für das 1. Quartal zeichnen weiterhin ein düsteres Wirtschaftsbild, aber da Grossbritannien beim Impfen anderen europäischen Ländern voraus ist, haben sich zukunftsgerichtete Daten wie die Unternehmer- und die Konsumentenstimmung deutlich verbessert.
- Ähnlich wie das Fed hält auch die Bank of England den Anstieg der Staatsanleihenrenditen für gerechtfertigt, da er für verbesserte Aussichten für das Wirtschaftswachstum steht.

Schweiz

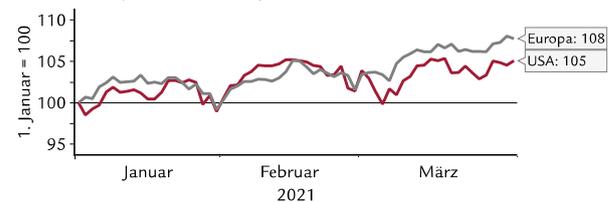
- Da die Lockdowns in der Schweiz weniger strikt sind, zieht die Konjunktur an. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe erreichte im März sogar seinen höchsten Stand seit Dezember 2006.
- Der CHF hat seit Jahresbeginn stark abgewertet, wodurch der Druck auf die SNB, am Devisenmarkt zu intervenieren, wegfällt.

Firmenanleihen profitieren kaum vom «Reflation Trade»

Kreditspannen (Bloomberg Barclays Aggregate)



Aktienmärkte (MSCI Preisindizes)



MACROBOND

Es ist mehr als ein Jahr her, seit die COVID-19-Pandemie die Welt erfasst und in einen beispiellosen Lockdown gezwungen hat. Die wirtschaftlichen Auswirkungen waren verheerend, aber da der Einbruch so stark war, blicken wir nun auf die schnellste und gewaltigste Erholung seit mindestens dem Zweiten Weltkrieg. Die Inflation, lange als Mythos vergangener Zeiten geltend, wird im 2. Quartal 2021 ein Comeback geben und in den USA zum ersten Mal seit 2011 3% überschreiten. Aber was heisst das für risikoreiche Anlagen? Die Kreditspannen sind bereits sehr eng und werden historisch gesehen innerhalb des 10%-Perzentils gehandelt. Somit konnten sie sich im 1. Quartal 2021 nicht wesentlich verengen, auch wenn die Aktien im selben Zeitraum weiter anstiegen (vgl. Grafik). Im März weiteten sich die Kreditspannen in USD und EUR vorübergehend sogar aus, während die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den USA um 33 BP stiegen, in Deutschland aber um 3 BP sanken. Obwohl wir von der Wiedereröffnung der Weltwirtschaft viel Rückenwind erwarten, ist es immer am besten, vorsichtiger zu werden, wenn man vorne liegt. Wir haben uns deshalb beim Kreditrisiko vorsichtiger positioniert und halten bei Anleihen die Duration kurz. Staatsanleihenrenditen sind, verglichen mit den Inflations- und den Wachstumserwartungen, immer noch relativ tief und könnten folglich weiter steigen.

Aktien

Positive Entwicklung in volatilem Umfeld

USA

- US-Aktien entwickelten sich im März trotz der guten absoluten Rendite schlechter als die meisten anderen Märkte, dies v. a. aufgrund einer Sektorrotation weg von Tech-Firmen («growth stocks») hin zu wertorientierten Aktien («value stocks»).
- Die Gewinnerwartungen wurden ebenfalls erhöht, um dem positiven Wirtschaftstrend Rechnung zu tragen, und liegen nun etwa auf Vorkrisenniveau.
- Der US-Aktienmarkt dürfte von hier aus weiter zulegen können, obwohl das Umfeld anspruchsvoller wird, zumal wir von einem weiteren Anstieg der Staatsanleihenrenditen ausgehen. Die anhaltende Hilfe durch Geld- und Fiskalpolitik wird aber die Aktienmärkte weiter stützen.

Eurozone

- Aktien der Eurozone entwickelten sich im März besser als der globale Durchschnitt. Dies kompensiert die schwächere Performance im Jahr 2020 und spiegelt die globale Erholung und die attraktivere Bewertung des Marktes wider.
- Die stotternde Impfkampagne könnte aber die Marktstimmung trüben. Zudem erwarten die Analysten eine relativ langsame Erholung der Gewinne. Daher dürfte sich die Performance künftig eher mit jener der restlichen Welt decken.

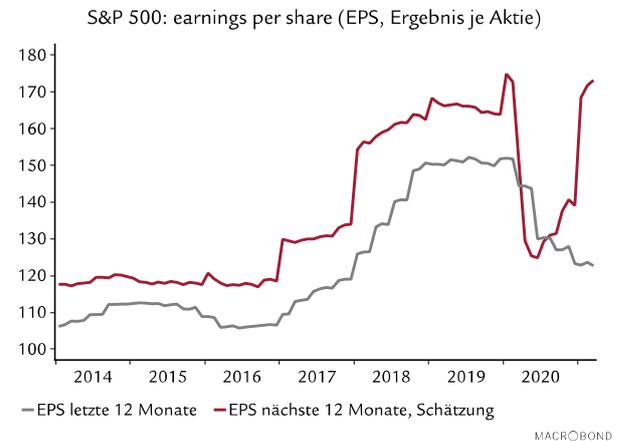
Grossbritannien

- Nach einer Reihe von «Fauxpas» ist Grossbritannien bei der Impfkampagne sehr erfolgreich unterwegs. Allerdings bleibt die Industrieerholung aufgrund höherer Brexit-Handelshürden gedämpft. Insgesamt entwickelten sich britische Aktien seit Jahresbeginn schlechter als Eurozonen- und US-Aktien.
- Da die positiven Impfnachrichten bereits eingepreist sind, dürfte der britische Aktienmarkt den anderen Märkten weiter hinterherhinken.

Schweiz

- Aufgrund seiner defensiven Ausrichtung und seiner hohen Bewertung dürfte der Schweizer Aktienmarkt hinter dem Rest der Welt zurückbleiben. Der März überraschte hingegen positiv. Die aktuelle Abwertung des Frankens dürfte zur positiven Performance beigetragen haben.
- Wir erwarten, dass sich der positive globale Aktienmarktrend fortsetzt, was auf eine relative Underperformance des Schweizer Marktes hindeutet.

Aktienmärkte blicken nach vorne



Es wird oft als nicht intuitiv empfunden, dass «schlechte» Nachrichten zu sehr positiven Reaktionen auf dem Aktienmarkt und «gute» Nachrichten immer wieder zu deutlichen Korrekturen führen können. Wie erklärt sich dieses seltsam anmutende Anlegerverhalten? Die Finanzmärkte blicke nach vorne, d. h., die heutigen Preise spiegeln wider, was die Marktteilnehmer im Durchschnitt in Zukunft erwarten. Daher wirken sich Nachrichten nur dann auf die Aktienkurse aus, wenn sie von den Erwartungen abweichen. Ein gutes Beispiel sind Unternehmensgewinne. Sie sind ein wichtiger Faktor für Aktienkurse. In Zeiten wie heute, in denen sich externe Faktoren wie «Lockdowns» stark auf die Rentabilität von Firmen auswirken, sind die vergangenen Gewinne bedeutungslos, da die Zukunft höchstwahrscheinlich anders aussehen wird als die jüngste Vergangenheit. Die Aktienmärkte konzentrieren sich daher auf die erwarteten zukünftigen Gewinne, welche die Analysten anhand von Firmen-Publikationen und anderen Indikatoren, u. a. Konjunkturprognosen, schätzen. Allgemein haben sich die erwarteten Gewinne recht rasch erholt und liegen im Fall des S&P 500 nun beinahe wieder auf dem Vorkrisenniveau (vgl. Grafik oben). Dies erklärt die starke Erholung der Aktienmärkte in den letzten Quartalen, zeigt aber auch, dass es eine schwierige Phase geben könnte, sobald das Gewinnwachstum wieder nachlässt.

Währungen

Der Dollar schlägt zurück

USA

- Wie erwartet wertete der USD im März aufgrund der besseren Wachstumsaussichten und des wachsenden USD-Zinsvorteils vs. alle Hauptwährungen auf.
- Die US-Staatsanleihenrenditen dürften weiter steigen, nicht zuletzt wegen der anhaltenden wirtschaftlichen Outperformance und der damit verbundenen Erwartung einer früheren geldpolitischen Straffung als anderswo. Die Finanzmärkte erwarten für die nächsten drei Jahre vier Zinserhöhungen durch das Fed um je 25 Basispunkte. Dies sollte den Zinsvorteil intakt halten und den USD weiterhin stützen.

Eurozone

- Negative Meldungen zur Impfkampagne in Europa haben die EUR/USD-Schwäche noch verstärkt. Das Paar verlor im März 2.9%.
- Für die nächsten drei Monate behalten wir unsere negative Sicht auf EUR/USD und unsere neutrale Sicht auf EUR/CHF bei.

Grossbritannien

- Obwohl sich das Land im März in einem der strengsten Lockdowns befand, verbesserte sich die Anlegerstimmung dank der raschen Impfkampagne. Eine weitere Rally des GBP vs. EUR trat ein. Angesichts der allgemeinen USD-Stärke verlor GBP/USD 1.3%.
- Da bereits viele positive Meldungen eingepreist sind und die negativen Auswirkungen des Brexit auf den Industriesektor weitgehend ignoriert werden, erwarten wir eine weitere Abwertung des GBP vs. den USD über die nächsten drei Monate.

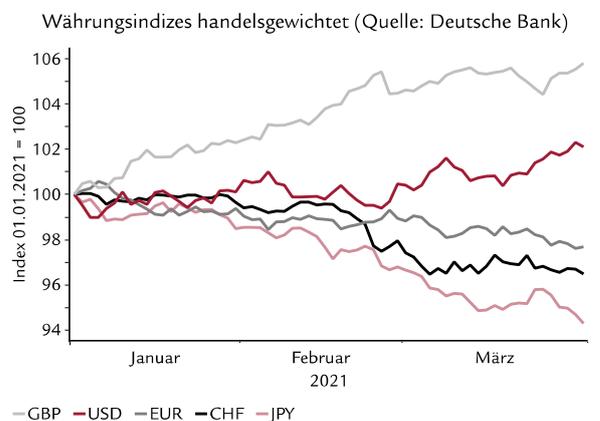
Schweiz

- Die Schwäche des CHF hielt im März in einem allgemein risikofreundlichen Marktumfeld an.
- Dennoch bleiben die strukturellen Treiber für einen starken CHF bestehen, sodass wir keine Fortsetzung des positiven EUR/CHF-Trends erwarten. Wir bleiben für die nächsten drei Monate für EUR/CHF bei unserer neutralen und für USD/CHF bei unserer positiven Sicht.

Japan

- Der handelsgewichtete JPY verzeichnete im März die stärkste Abwertung der Hauptwährungen.
- Wir bleiben bei unserer positiven USD/JPY-Sicht, da sich die globalen Wachstums- und Inflationsbedingungen («Reflation») im 2. Quartal weiter verbessern dürften.

Je schneller die Impfkation, desto stärker die Währung?



MACROBOND

Betrachtet man die Performance der wichtigsten Industrieländerwährungen seit Jahresbeginn, zeigt sich ein interessantes Muster: Die Performance scheint den Impffortschritt in den jeweiligen Ländern zu widerspiegeln. Zumindest in Grossbritannien ist das kein Zufall. Die rasche Impfkation hellte die Anlegerstimmung stark auf: Das GBP wertete handelsgewichtet 5.8% auf (vgl. Grafik). Wir erwarten, dass Grossbritannien im 2. Quartal schneller wachsen wird als jedes andere Industrieland, glauben aber, dass viele positive Nachrichten bereits im GBP eingepreist sind. Derweil zahlte sich unsere positive USD-Sicht, die auf einer erwarteten wirtschaftlichen Outperformance der USA und einem zunehmenden Zinsvorteil («Carry») basierte, im 1. Quartal aus. Die rasche Impfkation in den USA trug sicherlich zur Verbesserung der Konjunkturprognosen und zum damit verbundenen Anstieg der Anleiherenditen bei, aber der Haupttreiber war eindeutig die Genehmigung des umfangreichen Fiskalpakets von Joe Biden. Wir erwarten, dass der USD seinen Zinsvorteil behält, und gehen von weiterer USD-Stärke aus. Derweil verloren die renditeschwachen Fluchtwährungen JPY und CHF im März weiter an Boden, da die Anleger im «Risk-on»-Modus blieben. In einem solchen Umfeld profitiert der zyklische EUR normalerweise. Die schwache Performance des EUR, v. a. im Februar und März, erklärt sich am besten durch die immer schlechteren Wachstumsprognosen für die Eurozone, weil die Impfkampagne von einem Desaster zum nächsten stolperte.

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.