

März 2021

Zinsen und Anleihen

Die Zinsen steigen

USA

- Das Wirtschaftswachstum in den USA beschleunigt sich weiter. Die «Stimulus Checks» des Fiskalpakets vom Dezember liessen die Einzelhandelsumsätze im Januar steigen, ein weiteres Fiskalpaket ist in Vorbereitung. Die Einkaufsmanagerindizes blieben fest im expansiven Bereich.
- Das Fed betont weiterhin, dass der bevorstehende Inflationsanstieg nur vorübergehend ist und keine Änderung der Geldpolitik rechtfertigt.

Eurozone

- Die europäische Konjunktur dürfte im März bereits anziehen, wenn die Massnahmen allmählich gelockert werden. Derweil beschleunigte sich die Inflation Anfang 2021 deutlich stärker als erwartet, war aber primär auf temporäre und technische Faktoren zurückzuführen, ohne geldpolitische Auswirkung.
- Da die Zinskurven in den letzten Wochen relativ schnell steiler wurden, hat die Europäische Zentralbank begonnen, verbal zu intervenieren, um die finanziellen Bedingungen möglichst locker zu halten.

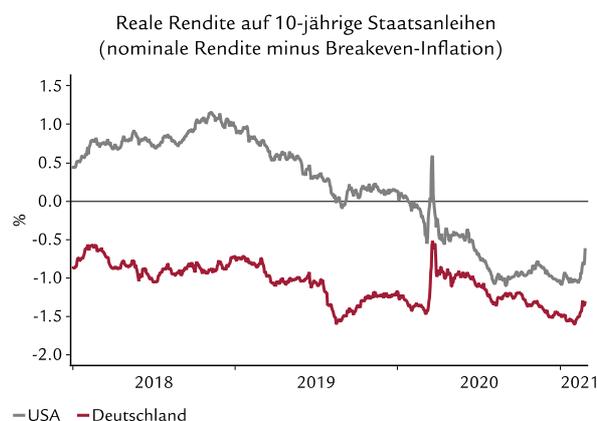
Grossbritannien

- Die COVID-19-Beschränkungen in Grossbritannien gehören nach wie vor zu den strengsten in Europa. Die Einzelhandelsumsätze enttäuschten im Januar, während die vorlaufenden Stimmungskennzeichen positiv überraschten.
- Das Pfund wertete stark auf, wodurch die finanziellen Bedingungen in Grossbritannien restriktiver wurden. Dies könnte den Druck auf die Bank of England erhöhen, zu intervenieren. Trotzdem halten wir negative Leitzinsen für unwahrscheinlich.

Schweiz

- Die Schweizer Wirtschaft dürfte bereits 2021 wieder das Vorkrisenniveau erreichen, schneller als die meisten anderen europäischen Länder.
- Angesichts der sich normalisierenden Inflation und des schwächeren CHF sehen wir für die SNB keinen Anlass, ihren geldpolitischen Kurs zu ändern.

Realzinsen haben Talsohle durchschritten



Nach dem kurzen Volatilitätsanstieg im Januar verengten sich die Kreditspannen auf Unternehmensanleihen im Februar wieder, um 6 Basispunkte (BP) in EUR und 5 BP in USD. Während sich die Kreditspannen seit April 2020 vor allem in eine Richtung bewegen, sind die Zinssätze in den letzten Wochen stark angestiegen. Die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries und der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen stiegen bisher im Februar um 30 bzw. 20 BP. Das scheint viel zu sein, doch unserer Meinung nach könnte sich die Bewegung in den nächsten Wochen fortsetzen. Die Industrieländer dürften im 2. Quartal 2021 ein starkes, weitgehend synchrones Wachstum aufweisen. Zudem wird bald ein grosses US-Finanzpaket verabschiedet werden, während weiterhin billiges Zentralbankgeld in die Wirtschaft fliesst. Mit diesem mächtigen Dreiergespann wird die Inflation wieder anziehen. Auch wenn die Inflation teilweise durch temporäre Faktoren und einen starken Basiseffekt der Energiepreise im 2. Quartal gepusht werden, sehen wir bei den Renditen von Staatsanleihen weiterhin ein Aufwärtsrisiko, da die Zinsen im Vergleich zu den Inflationserwartungen zu tief sind. Wir halten deshalb an unserer kurzen Durationsposition fest und erwarten, dass die Zinskurven noch steiler werden. Bei Unternehmensanleihen dürften die Kreditspannen in engen Bahnen bleiben; wir behalten aufgrund des Renditevorteils («Carry») trotzdem ein leichtes Übergewicht bei.

Aktien

Steigende reale Obligationenrenditen als Risiko

USA

- Im US-Markt fand im Februar eine Sektorrotation statt. Der Technologiesektor wies trotz guter Ertragslage eine Underperformance auf, während sich die zyklischen Small und Mid Caps überdurchschnittlich entwickelten. Insgesamt bewegt sich der US-Markt seit Jahresbeginn in etwa im Einklang mit den globalen Aktien.
- Die aktuellen Bewertungen preisen bereits viele positive Meldungen ein, was den Markt anfällig für Volatilität macht. Trotzdem erwarten wir, dass sich der positive Trend im US-Aktienmarkt fortsetzt.

Eurozone

- Obwohl viel langsamer geimpft wird als in den USA und die Eurozone bei den Öffnungsschritten hinterherhinken könnte, sind die neusten Meldungen zu diesen Punkten positiver geworden, was im Februar zu einer Überperformance der EWU-Aktien geführt hat.
- Künftig dürfte sich der Aktienmarkt der Eurozone dank der Erholung der Weltwirtschaft und der stützenden geldpolitischen Rahmenbedingungen synchron mit dem Rest der Welt entwickeln.

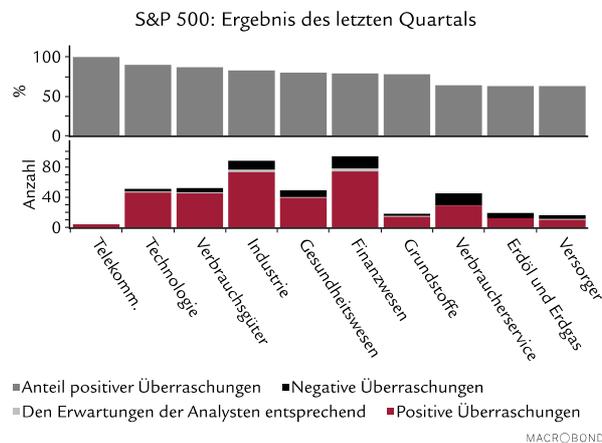
Grossbritannien

- Trotz der starken Aufwertung des Pfunds entwickelte sich der britische Aktienmarkt bisher überraschend gut, da der zyklische Markt von verbesserten Wachstumsaussichten profitierte.
- Britische Unternehmen erleben aber immer mehr Brexit-bedingte Hürden, insbesondere beim Exportgeschäft. Wir gehen nicht davon aus, dass der britische Aktienmarkt das jüngste Tempo halten kann, und erwarten, dass er dem Rest der Welt hinterhinkt.

Schweiz

- Wegen ihres defensiven Charakters haben Schweizer Aktien seit Jahresbeginn gegenüber globalen Aktien deutlich unterdurchschnittlich abgeschnitten.
- Daran wird sich wohl kaum etwas ändern. Innerhalb des Schweizer Markts dürften die zyklischeren Small- und Mid-Cap-Aktien die Blue Chips weiterhin ausstechen.

USA: solide Ertragslage vor allem im IT-Sektor



Trotz hoher Volatilität setzten die globalen Aktienmärkte im Februar ihren Aufwärtstrend fort. Es gibt in der Tat viele Gründe, Aktien positiv gegenüberzustellen, insbesondere verbesserte globale Wachstumsaussichten, weil die Impfkampagnen anziehen, sowie die anhaltende fiskal- und geldpolitische Unterstützung. Ein weiterer Grund, der weniger im Fokus stand, ist die relativ solide Ertragslage. In der aktuellen US-Berichtssaison übertraf die grosse Mehrheit der Unternehmen die Erwartungen der Analysten (siehe Grafik). Während die durchschnittlichen Gewinne im Vergleich zur vorangegangenen Berichtsperiode leicht tiefer ausfielen (17.9% vs. 18.7%), stieg der durchschnittliche Umsatz deutlich an (von 2.5% auf 3.0%), was die bessere Wirtschaftsdynamik widerspiegelt. Besonders erfreulich war, dass im IT-Sektor, dem Branchenschwergewicht des S&P 500, 90% der Unternehmen die Gewinnerwartungen übertrafen (um 18.7%) und eine Umsatzüberraschung von durchschnittlich 6.0% resultierte. Trotz besserer Fundamentaldaten sind die Aktienbewertungen wegen tiefer Zinsen und mangelnder Anlage-Alternativen weiterhin sehr hoch. In dieser Hinsicht ist die Situation schwieriger geworden. Die realen, d. h. die inflationsbereinigten Renditen von Staatsanleihen sind sowohl in den USA als auch in Europa angestiegen, was die relative Attraktivität dieser Anlageklasse etwas erhöht hat. Der höhere Diskontsatz ist besonders für «Wachstumsaktien» problematisch, daher die jüngste Underperformance des IT-Sektors. Dennoch gehen wir davon aus, dass die technischen Treiber stark genug sind, damit die Aktien in einem moderat positiven Aufwärtstrend verharren.

Währungen

USD profitiert von wirtschaftlicher Überperformance

USA

- Im Februar wertete der USD handelsgewichtet über weite Strecken ab, da zyklische Währungen (z. B. EUR und GBP) und Rohstoffwährungen (z. B. AUD und CAD) von verbesserten globalen Konjunkturerwartungen profitierten.
- Weil die USA andere Industrieländer beim Wachstum übertreffen werden, rechnen wir nicht damit, dass sich die USD-Schwäche im März fortsetzt. Zudem wurden die Markterwartungen hinsichtlich einer Straffung der US-Geldpolitik vorgezogen. Inzwischen sind mindestens zwei Zinsschritte (je 25 BP) über drei Jahre eingepreist. Diese Entwicklungen dürften anhalten und den USD erneut stützen.

Eurozone

- Die Stimmung an den Finanzmärkten gegenüber Eurozonen-Anlagen und dem EUR verbesserte sich im Februar. Auch die Wahl von Mario Draghi zum neuen italienischen Ministerpräsidenten trug zum positiven Umfeld bei.
- Die vorsichtige Politik der EZB sehen wir als limitierend für weitere Aufwertungen. Über den nächsten Monat haben wir gar eine negative Sicht auf EUR/USD und eine neutrale Sicht auf EUR/CHF.

Grossbritannien

- Das Pfund setzte seine Rally angesichts verbesserter Wachstumserwartungen und höherer Ölpreise fort.
- Wir sind jedoch der Meinung, dass die jüngste Bewegung übertrieben ist, und haben eine neutrale Sicht auf das Pfund gegenüber dem USD.

Schweiz

- Der CHF wurde vom «Reflation Trade» erfasst (siehe Haupttext) und wertete im Februar stark ab.
- Dennoch bleiben die strukturellen Treiber für einen starken CHF bestehen, sodass wir keine Fortsetzung des EUR/CHF-Aufwärtstrends erwarten. Für den kommenden Monat schätzen wir EUR/CHF als neutral ein.

Japan

- Der JPY – wie der CHF eine Fluchtwährung – war ein weiteres Opfer der jüngsten Marktbewegungen. Er verlor 2021 bisher rund 3.5% (handelsgewichtet).
- Wir gehen davon aus, dass USD/JPY in den kommenden Wochen nachgeben wird, hauptsächlich wegen der allgemeinen USD-Stärke.

Der «Reflation Trade» hat endlich auch den CHF erfasst



MACROBOND

Wir haben im letzten Monat zwei überraschende Entwicklungen an den Devisenmärkten erlebt. Erstens brach der Wechselkurs EUR/CHF aus seiner jüngsten Handelsspanne von 1.075 bis 1.085 aus und schoss zum ersten Mal seit November 2019 über die 1.10-Marke. Der Zeitpunkt und das Ausmass der Bewegung Ende Februar überraschten uns. Natürlich hatte sich EUR/CHF weitgehend parallel zur globalen Risikostimmung bewegt. Der «sichere Hafen» CHF wertete in der schlimmsten Phase der Krise letztes Jahr auf und verlor seit Mai 2020 tendenziell, da die «Animal Spirits» bei den Anlegern allmählich zurückkehrten. Doch insgesamt waren die Bewegungen angesichts der erstaunlichen Meldungen (z.B. US-Wahlen, Ankündigungen von Impfstoffen) klein. Der Anstieg von EUR/CHF kann somit als verzögerte Reaktion auf die starken makroökonomischen Treiber weltweit – insbesondere höhere Inflations- und Wachstumserwartungen – interpretiert werden, die seit Jahresbeginn zu höheren Anleiherenditen und boomenden Aktienmärkten geführt haben (der sogenannte «Reflation Trade»). Die zweite überraschende Entwicklung war die Beschleunigung der GBP-Aufwertung im Februar. Auf handelsgewichteter Basis verzeichnete das GBP direkt nach dem AUD die zweitbeste Performance seit Jahresbeginn unter den Währungen der Industrieländer. Das Pfund profitierte von den steigenden Ölpreisen und den schnellen Fortschritten an der britischen Impffront, was die Wachstumserwartungen für 2021 verbessert hat. Wir sind jedoch der Meinung, dass die jüngste Bewegung übertrieben ist, und haben eine neutrale Sicht auf das Pfund gegenüber dem USD.

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.