

Juli 2021

## Zinsen und Anleihen

Flaut die Inflation schnell genug ab?

### USA

- Die US-Zinskurven flachten stark ab: Die Rendite 30-jähriger US-Treasuries fiel im Juni um 20 BP und bewegte sich kurzzeitig auf 1.92%, während das kurze Ende nach der FOMC-Sitzung anstieg.
- Die Leitzinsprognosen des FOMC (sogenannter «Dot Plot») überraschten die Märkte, da die Medianprognose zwei Leitzinserhöhungen um je 25 BP bis 2023 impliziert. Die restriktivere Prognose folgt einer Reihe von Inflationsüberraschungen: Die Gesamtinflation kletterte im Mai auf 5%.

### Eurozone

- Da die Inflation in Europa gedämpfter ist als in den USA, bewegten sich die Zinsen weniger stark. Die deutschen Zinskurven flachten im Juni zwar leicht ab, aber die Rendite auf zehn Jahre blieb im Monatsverlauf weitgehend unverändert.
- Wir sehen weniger Druck auf die EZB, die Geldpolitik zu straffen, und gehen davon aus, dass das Anleihekaufprogramm vorläufig weitergeführt wird.

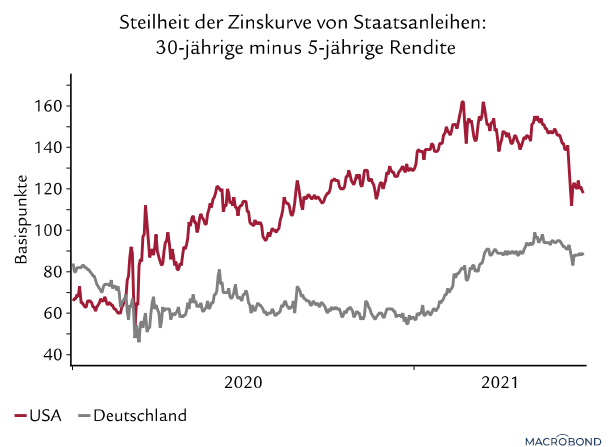
### Grossbritannien

- Die vollständige Wiedereröffnung der britischen Wirtschaft wurde aufgrund wieder steigender COVID-19-Infektionen verschoben. Dies trug wohl zur Verflachung der britischen Zinskurven bei. Das kurze Ende war zwar verankert, aber die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen sank im Juni um 8 BP.
- Von den grossen Zentralbanken ist die Bank of England eine der ersten, die von der ultra-expansiven Geldpolitik abrücken könnte.

### Schweiz

- Die Staatsanleihezinskurve der Schweiz verflachte sich leicht, da das sehr lange Ende um 5 BP sank, während der Rest der Kurve fast unverändert blieb.
- Trotz der relativ starken Erholung der Schweizer Wirtschaft bleibt der Inflationsdruck gering und die Gesamtinflation dürfte in den kommenden Monaten unter 1% verharren. Wir sehen daher wenig Druck auf die SNB, ihre Politik zu ändern.

### Die Kurven verflachen sich, am stärksten in den USA



Wie temporär ist die Inflation? Wie viel Überschreitung der Inflationsziele ist annehmbar, bevor die Zentralbanken einschreiten? Das sind die drängendsten Fragen für Anleiheinvestoren. Die Inflation dürfte sich als temporär erweisen und der Höhepunkt in den USA wohl schon hinter uns liegen. Die derzeitige Geldpolitik könnte aber für das aktuelle Umfeld trotzdem zu locker sein. Gewisse Zentralbanken könnten daher die Märkte auf eine allmähliche Straffung der Geldpolitik in den nächsten Monaten vorbereiten. Das zeigte sich in der Juni-Sitzung des Fed, als die Leitzinsprognosen nach oben korrigiert wurden. Bisher scheint das Fed die Lage gut zu meistern, da die Anleihemärkte einen geordneten Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik einpreisten. Das kurze Ende der Zinskurve wurde angehoben, während die längerfristigen Inflationserwartungen sanken, was die Kurve verflachte. Die Kreditspannen bewegten sich kaum. Flaut aber die Inflation nächstens nicht stark ab, könnte die Reaktion ganz anders ausfallen. Wir rechnen zwar nicht mit einem Fehlentscheid des Fed wie 2013 («Taper tantrum»), aber die Märkte könnten immer noch ein schnelleres Ende der Stimulierung durch die Zentralbank einpreisen. Die nächsten Wochen sorgen für mehr Klarheit, da wir auf die US-Beschäftigungs- und -Inflationsdaten warten. Wir halten daher die Duration kurz und bleiben beim Kreditrisiko neutral.

# Aktien

Feiern Aktien aus der Eurozone ein Comeback?

## USA

- Der US-Aktienmarkt war im Juni volatil, schloss den Monat aber positiv ab. Grund für den Stimmungsumschwung war die Zusicherung des Fed, die Geldpolitik bis auf Weiteres nicht zu ändern. Die positiven Wirtschaftsdaten halfen auch dem IT-Sektor, der nach einer Schwächephase den Markt übertraf.
- Der US-Markt hat noch immer Aufwärtspotenzial. Da das Wirtschaftswachstum seinen Höhepunkt erreicht haben könnte, dürften die Renditen in Zukunft moderater und volatiler ausfallen.

## Eurozone

- Nach ihrer Outperformance während der meisten Zeit des Jahres hinkten die Aktien der Eurozone im Juni dem Rest der Welt leicht hinterher. Ein Grossteil dieser Underperformance entstand nach den Äusserungen des Fed und ist wohl auf eine temporäre Verschiebung des Momentums zu Gunsten des US-Markts zurückzuführen.
- Die Fundamentaldaten sprechen für die Eurozone. Das Wachstum hat seinen Höhepunkt noch nicht erreicht und die Bewertung ist deutlich tiefer als in den USA. Die Unternehmensgewinne dürften eine ähnliche Dynamik aufweisen. Die Eurozone dürfte sich daher besser entwickeln als der Rest der Welt.

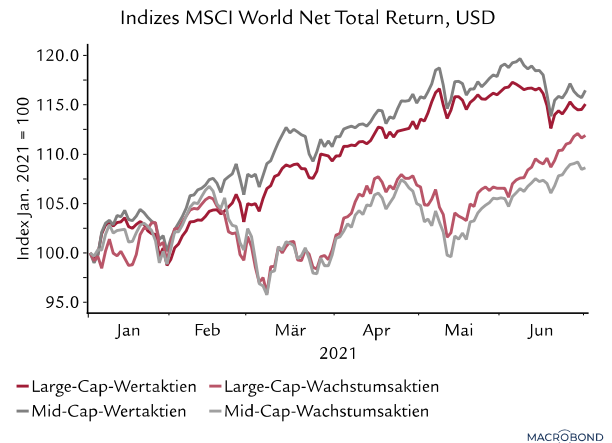
## Grossbritannien

- Der britische Markt blieb im Juni hinter dem Rest der Welt zurück. Nach der anfänglichen Impfeuphorie sorgten steigende COVID-19-Infektionen für schlechte Stimmung. Zudem zeichnet sich ab, dass die Brexit-Folgen noch nicht verdaut sind und die Bank of England eine der ersten Zentralbanken sein könnte, die ihre Geldpolitik straffen wird.
- Diese Themen werden sich weiterhin auf den britischen Markt auswirken. Trotz der relativ günstigen Bewertung des Marktes dürfte dieser sich bestenfalls analog zum Rest der Welt entwickeln.

## Schweiz

- Der Aktienmarkt entwickelte sich im Juni wieder stark. Ein einzelner Titel im Gesundheitswesen trug wesentlich zur Gesamtperformance bei. Der Markt profitierte auch von den höheren Gewinnerwartungen für Large Caps. Mid und Small Caps entwickelten sich aber ähnlich wie globale Aktien.
- Wir halten diese Entwicklungen nicht für nachhaltig und erwarten eine Trendwende zu Gunsten von Aktien kleinerer Firmen.

## Bewertungsfaktor im 1. HJ 2021 wichtiger als Grösse



Beobachter der Aktienmärkte sagen oft, dass die Aktienmärkte derzeit durch gewisse «Faktoren» bestimmt werden. Aber was sind «Faktoren» und warum sollten wir sie beachten? Grob gesagt ist ein Faktor eine Eigenschaft, die viele Aktien gemeinsam haben und die ihre Performance beeinflusst. Ein bekannter Faktor ist die Marktkapitalisierung (oder «Grösse»): Es gibt sehr viele empirische Beweise dafür, dass sich Aktien von kleinen (sprich kleinkapitalisierten) Firmen anders verhalten als Aktien von grossen Firmen. Die «Grösse» ist nur ein Faktor von vielen, zu denen beispielsweise auch die Bewertung («Value» für günstigere und «Growth» für teurere Aktien, gemessen z. B. am KGV) und «Momentum» gehören.

Sollten wir diese Faktoren beachten? Ja. Faktoren können sich sehr stark auf die Performance auswirken. Was von einem Aktienportfoliomanager als «Value Added» angesehen wird, wird oft stark durch einen strategischen Fokus auf Aktien mit den gleichen Faktoren bestimmt. Zur Veranschaulichung haben wir die Performance seit Jahresbeginn von vier globalen Faktorindizes abgebildet: World Large-Cap Value, World Large-Cap Growth, World Mid-Cap Value und World Mid-Cap Growth. Wie in der Grafik zu sehen ist, entwickelten sich Wertaktien dieses Jahr klar besser als Wachstumsaktien. Im Jahr 2021 war es also bisher wichtiger, sich auf Aktien mit tiefem KGV zu konzentrieren, als sich zwischen Aktien mit unterschiedlicher Kapitalisierung zu entscheiden. Dies ist typisch für Phasen wirtschaftlicher Erholung nach einem grossen Schock wie der Pandemie 2020. Allerdings ist es schwierig, zu prognostizieren, wann ein bestimmter Faktor eine Outperformance erzielen wird.

# Währungen

Carry bleibt König

## USA

- Der USD wertete im Juni vs. allen Hauptwährungen auf, weil die unerwartet hohe Inflation, starke Konjunkturdaten und überraschend restriktive Töne des Fed zu einer Verschiebung der Markterwartungen bezüglich der Straffung der Geldpolitik führten.
- Der US-Zinsvorteil dürfte in den nächsten drei Monaten bestehen bleiben oder gar weiter zunehmen, was den USD stützen dürfte.

## Eurozone

- Neben der starken Abwertung vs. den USD geschah im Juni beim EUR wenig. Die Wechselkurse zu anderen Industrieländern Europas (Schweiz, Grossbritannien, Schweden, Norwegen) blieben stabil.
- Anders als das Fed dürfte die EZB in ihrer ultraexpansiven Geldpolitik gefangen bleiben. Das wirtschaftliche Momentum der Eurozone wird im dritten Quartal klar anziehen, aber die Produktionslücke bleibt viel grösser als in den USA, was den Inflationsdruck in Grenzen hält. Wir halten somit an unserer negativen Sicht auf EUR/USD fest.

## Grossbritannien

- Das Währungspaar GBP/EUR bewegt sich seit März um 1.60 und blieb im Juni weitgehend unverändert.
- Wegen des raschen Impffortschritts und der frühen Öffnungen erreichte das wirtschaftliche Momentum in Grossbritannien zwar bereits im zweiten Quartal seinen Höhepunkt, aber die politischen Risiken sind gross und könnten in der zweiten Jahreshälfte noch mehr Schlagzeilen machen. Das GBP dürfte in den nächsten drei Monaten vs. den USD abwerten und sich vs. EUR seitwärts bewegen.

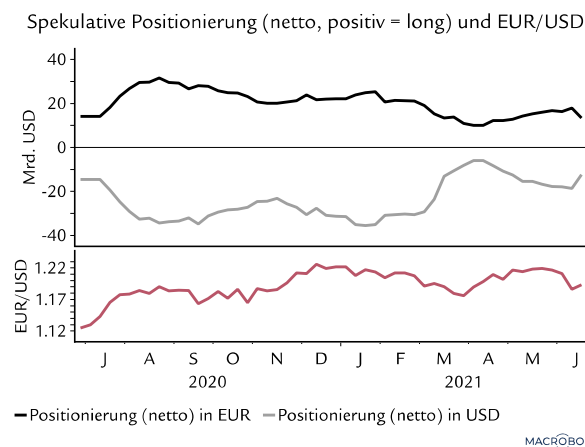
## Schweiz

- Unsere neutrale Sicht auf EUR/CHF erwies sich in den letzten zwei Monaten als richtig und wir halten für die nächsten drei Monate an ihr fest.
- Die Zinsdifferenz («Carry») dürfte trotz der «Riskon»-Stimmung der Anleger zu gering sein, um das Paar EUR/CHF anzuheben.

## Japan

- Der JPY wertete 2021 von den Industrieländerwährungen am stärksten ab.
- Daran dürfte sich in den nächsten drei Monaten nichts ändern, da das anhaltende risikofreundliche Marktumfeld Tiefzinswährungen wie den JPY sehr unattraktiv macht.

## Die USD-Rally im Juni überraschte viele Spekulanten



Der Juni war geprägt von einer starken Aufwertung des handelsgewichteten USD nach zwei Schwächemonaten. Schliesslich bestätigte sich unsere Erwartung eines stärkeren USD, und zwar aus dem richtigen Grund, nämlich einer Verschiebung der relativen geldpolitischen Erwartungen. In seiner Juni-Sitzung überraschte das US Federal Open Market Committee (FOMC) die Märkte, indem es die Medianprognose für den Leitzins für 2023 um 50 Basispunkte nach oben korrigierte. Dies unterscheidet sich stark von der Märzprognose, als das durchschnittliche FOMC-Mitglied erwartete, dass die Leitzinsen über den zweijährigen Prognosehorizont unverändert bleiben würden. Obwohl der restriktive Kurswechsel dann in den Reden der FOMC-Mitglieder heruntergespielt wurde, reagierten die Zinsmärkte auf die neuen Prognosen und die weiterhin positiven Wirtschaftsdaten, indem sie frühere Zinserhöhungen des Fed einpreisten. Die Renditedifferenz («Carry») über zwei Jahre zwischen US- und europäischen Staatsanleihen nahm zu, so dass EUR/USD im Juni fast 3% einbüsste. Zur USD-Rally trug wohl auch die Tatsache bei, dass spekulative Investoren vor der Fed-Sitzung v. a. in USD «short» positioniert waren und dann aus ihren Positionen ausstiegen, als sich das Blatt zu Gunsten des USD wendete (s. Grafik, basierend auf CFTC-Daten zur Positionierung nicht kommerzieller Investoren in Futures). Insgesamt halten wir stur an unseren Aussichten für die nächsten drei Monate fest. Der Carry-Vorteil und die sich schnell schliessende Produktionslücke in den USA dürften daher den USD stützen, während EUR/CHF aufgrund stabiler Zinsdifferenzen zwischen der Schweiz und der Eurozone weiterhin seitwärts tendieren dürfte.

## 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 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.