

Juni 2021

Zinsen und Anleihen

Inflation ist nur vorübergehend

USA

- Die Zinsen zehnjähriger US-Treasuries bewegten sich im Mai zwar in engen Bahnen, gingen aber nach enttäuschenden Arbeitsmarktdaten stark zurück und zogen wieder an, als die April-Zahlen einen Anstieg der Inflationsrate auf 4,2% signalisierten, die höchste Rate seit mehr als einem Jahrzehnt.
- Das Fed bleibt zurückhaltend und bekräftigt ihre Ansicht, dass die Inflation vorübergehend ist. Derweil werden angesichts der Inflationsängste im Markt zunehmend Taper-Gespräche geführt.

Eurozone

- Während Europas Impfkampagne an Fahrt gewinnt, steigen die Stimmungsindikatoren. Dies treibt die Zinsen nach oben: um weitere 5 BP bei der zehnjährigen Bundesanleihe.
- Die EZB hält an ihren zunehmenden Anleihekäufen fest, scheint sich aber mit höheren Staatsanleihezinsen wohler zu fühlen.

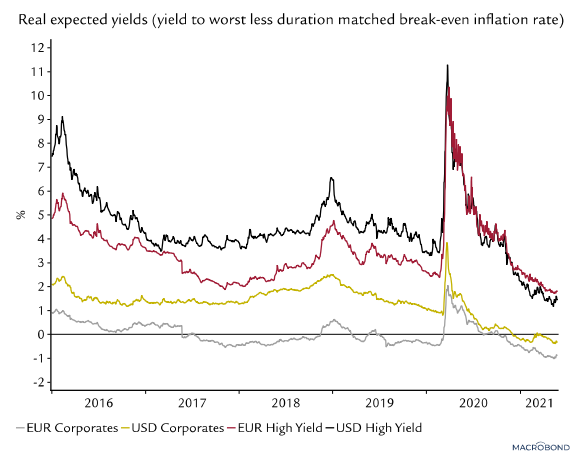
Grossbritannien

- Die Einkaufsmanagerindizes steigen immer schneller und harte Daten wie die Einzelhandelsumsätze schnellen in die Höhe.
- Zehnjährige Gilts scheinen von der zunehmenden Wachstumsdynamik unbeeindruckt und bewegen sich seit Ende Februar in engen Bahnen.
- Aufgrund der jüngsten Inflationszahlen dürfte die Bank of England ihre zurückhaltende Geldpolitik länger aufrechterhalten können.

Schweiz

- Die Gesamtinflation bleibt in der Schweiz mit einer jährlichen Verbraucherpreisinflation von nur 0.3% im April relativ gedämpft, aber die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stiegen zuletzt leicht an.
- Die Inflation ist nach wie vor im Einklang mit der Preisstabilität und daher dürfte die SNB ihre Geldpolitik in nächster Zeit nicht ändern.

Realzinsen auf tiefem Niveau



Die Spreads auf Unternehmensanleihen bewegen sich weltweit auf Rekordtiefs, trotz der Verschlechterung der allgemeinen Kreditqualität und der längeren durchschnittlichen Duration neu emittierter Anleihen. In den letzten Monaten sanken die Spreads bei USD-Unternehmensanleihen sogar noch um weitere 3 BP und nahmen bei EUR-Papieren nur leicht zu (+2 BP). Die Renditen langfristiger Anleihen bleiben, wenn auch deutlich höher als zu Jahresbeginn, im Vergleich zum Wirtschaftswachstum und zu den Inflationszahlen relativ niedrig, was sich im kontinuierlichen Rückgang der Realzinsen (Zinsen minus Inflation) zeigt. Das wiederholte Muster der Zentralbanken einer vorübergehenden Inflation als Rechtfertigung für beispiellose geldpolitische Impulse eliminiert die Renditen für Investoren, die real gesehen mit -1.65% auf EUR-Staatsanleihen und -0.87% in den USA konfrontiert sind. Selbst Unternehmensanleihen werfen nach Inflation keine positiven Renditen ab und EUR-/USD-High-Yield-Papiere mit Duration-Matching bieten eine magere Entschädigung von 1.8% bzw. 1.4%. Da das Potenzial einer weiteren Spread-Kompression beschränkt ist und die Zinsen weiter steigen, halten wir an unserer kurzen Duration und unserer kurzen Kreditrisikoposition fest.

Aktien

Inflationsängste dominieren den US-Markt

USA

- Der US-Aktienmarkt war im Mai von Inflationsängsten geprägt. Diese Nervosität wurde ihm gegen Ende Monat durch das Fed und die Konjunkturdaten, die diesbezüglich auf geringeren Druck hindeuten, etwas genommen.
- Trotz der Volatilität infolge dieser Ängste hat die starke Verlagerung hin zu kleineren, zyklischeren Firmen und weg von grösseren Unternehmen im Zuge der Digitalisierung den Markt weiter geprägt.
- Die Marktstimmung ist zwar nicht so optimistisch wie im ersten Quartal, der Markt dürfte aber weiter wachsen, obwohl die hohe Bewertung das Aufwärtspotenzial beschränken wird.

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone entwickelte sich im Mai besser als der Rest der Welt.
- Dies spiegelt die bessere Bewertung sowie das grössere wirtschaftliche Aufholpotenzial und das geringere Inflationsrisiko im Vergleich zu den USA wider.
- Zwar bleiben spezifische Risiken bestehen, darunter die besseren, aber weiterhin langsamen Impffortschritte und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen, aber die Verbesserungsrate ist gut. Daher dürfte sich der Aktienmarkt der Eurozone zumindest gleich gut oder gar besser entwickeln als der Rest der Welt.

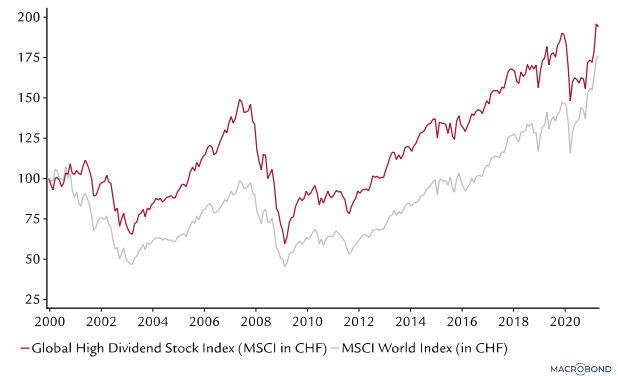
Grossbritannien

- Der britische Markt entwickelte sich im Mai gut.
- Der Kredit der erfolgreichen Impfstoffeinführung ist wohl aufgebraucht und die aktuellen politischen Spannungen helfen der allgemeinen Stimmung nicht.
- Die Konjunkturprognosen für Grossbritannien sind aber gut und mit denen der USA vergleichbar. Da Grossbritannien klar günstiger als die USA bewertet ist, dürfte sich der Markt mindestens auf dem Niveau des Weltmarktes oder etwas besser entwickeln.

Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt hat einen starken Mai erlebt.
- Seine defensive Ausrichtung und die hohe Bewertung der wenigen dominierenden Large Caps signalisieren aber, dass sich dieser Markt, sofern es keine globale Korrektur gibt, künftig unterdurchschnittlich entwickeln wird.
- Mid Caps und Small Caps, die auch zyklischer sind, dürften besser abschneiden.

Ein Comeback dividendenstarker Aktien?



Dividendenstarke Aktien sind bei defensiveren Aktienanlegern seit Langem beliebt. Die Kombination aus relativ konstanten Dividendenzahlungen und der Tatsache, dass Firmen, die fähig und willens sind, hohe Dividenden zu zahlen, tendenziell reifer sind, ist z. B. für Privatanleger ein attraktiver Mix. Tatsächlich entwickeln sich dividendenstarke Aktien längerfristig besser als «normale» Aktien und schwanken weniger (siehe Grafik). Die letzten Jahre waren jedoch schmerzhaft, da sich dividendenstarke Aktien im Durchschnitt deutlich unter dem Markt entwickelt haben. Dafür gibt es viele Gründe: z. B. die Folgen der Digitalisierung für viele Wirtschaftssektoren, die wachstumsorientierten Firmen zugutekam, die normalerweise keine Dividenden auszahlen. Jüngst wurden die Dividenden stark gesenkt, da es Firmen, die während der Pandemie staatliche Unterstützung erhalten hatten, untersagt war, Dividenden auszuschütten. Dieses Jahr entwickelten sich dividendenstarke Aktien auf Marktniveau oder darüber. Die Gründe dafür sind vielfältig: die Tatsache, dass wachstumsorientierte Firmen heute sehr teuer sind, sowie die zunehmende Marktvolatilität, die wohl höher bleiben wird als in den letzten Jahren. Die defensivere Ausrichtung dividendenstarker Aktien und ihre attraktive Rendite (auch im Vergleich zu Unternehmensanleihen) lassen auf ein Comeback dieser Aktienstrategie schliessen.

Währungen

Bis Jahresende weiterhin ein stärkerer USD erwartet

USA

- Trotz positiver Inflationsüberraschung konnte das Fed die Ängste der Märkte vor einer frühen geldpolitischen Intervention herunterzuspielen.
- Dennoch erwarten wir weiterhin eine USD-Aufwertung im zweiten Halbjahr, da sich das Fed in den kommenden Wochen restriktiver äussern dürfte.
- Diese Ansicht widerspricht dem Konsens, stimmt aber mit unserer Einschätzung überein, dass die US-Wirtschaft derzeit der Wachstumsmotor der Welt ist.

Eurozone

- Ebenso entgegen dem Konsens glauben wir, dass der EUR vs. den USD oder den CHF nicht weiter aufwerten wird.
- Die Eurozone hinkt bei dieser Erholung hinterher: Das Vorkrisenniveau bleibt in den meisten Staaten 2021 ausser Reichweite und die Geldpolitik dürfte mittelfristig äusserst expansiv bleiben. Wir halten somit an unserer negativen Sicht auf EUR/USD fest.

Grossbritannien

- Das GBP bewegte sich vs. den EUR nach einer deutlichen Aufwertung Anfang Jahr dank der schnellen Impffortschritte in Grossbritannien seitwärts.
- Wir glauben, dass viele positive Nachrichten zur wirtschaftlichen Erholung bereits eingepreist sind.
- Die Risiken der Brexit-Folgen oder die Forderung nach einem zweiten schottischen Unabhängigkeitsreferendum können nicht ignoriert werden.

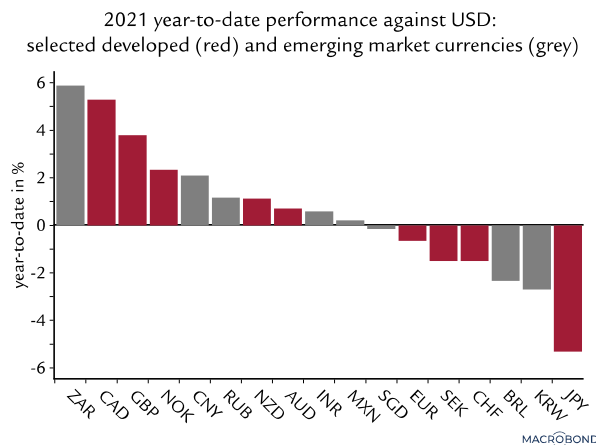
Schweiz

- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF. Anders als die meisten anderen Analysen bleiben wir angesichts der Zinsdifferenz und der moderaten Haltung der EZB bei einem deutlichen EUR-Aufwertungspotenzial.
- Derweil dürfte der CHF vs. den USD abwerten, was sich mit unserer Ansicht einer allgemeinen USD-Stärke deckt.

Japan

- In Japan, einem der grössten Nettorohstoffimporteure, hat sich die Währung 2021 gegenüber den meisten anderen Währungen bisher unterdurchschnittlich entwickelt (siehe Grafik).
- Wir halten an unserer positiven Sicht auf USD/JPY fest, da das globale Wachstum bis Mitte Jahr weiter anziehen dürfte.

Rohstoffwährungen mit bester Performance 2021



Meistens betrachten wir bei der Erstellung von Prognosen für die Devisenmärkte die Zinsdifferenz und die damit eng verbundene Zentralbankpolitik. Seit Anfang Jahr sind die steigenden Rohstoffpreise mindestens so wichtige Markttreiber wie die Zinsdifferenzen. Die Grafik oben zeigt, dass die Währung eines Nettorohstoffexporteurs seit Jahresbeginn in der Regel vs. den USD aufgewertet hat, während die Währung von Nettorohstoffimporteuren abwertete. Die Aufwertung des GBP ist ein Sonderfall, da sie eine Umkehr der früheren Brexit-bedingten Abwertung darstellen dürfte. Seit Dezember 2020 ist unsere Sicht auf den USD positiv. Diese Einschätzung hebt sich vom Konsens ab, der den EUR dem USD und dem CHF vorzieht. Trotz der interessanten Effekte der Bewegungen an den Rohstoffmärkten bleiben die Zinsdifferenzen, das sog. «Carry», künftig der wichtigste Treiber der Devisenmärkte. Auch wenn die Eurozone im zweiten Quartal an Tempo zulegt, bleibt die Produktionslücke der Währungsunion viel grösser und der Inflationsdruck damit geringer als in den USA. Daher könnte sich die vor der Pandemie vorherrschende Situation wiederholen, d. h. eine EZB, die in der Negativzinspolitik gefangen bleibt und die Leitzinsen trotz der globalen Erholung nicht anzuheben vermag, und eine angelsächsische Welt, die irgendwann versuchen wird, aus der ultraexpansiven Politik auszusteigen. Um zu überprüfen, ob dies stimmt, sollten die Leser beobachten, ob das Fed in den kommenden Wochen restriktivere Töne anschlägt als erwartet.

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.