

Mai 2021

Zinsen und Anleihen

Inflation ist nur vorübergehend

USA

- Die US-Konjunktur zieht dank enormen Fiskalimpulsen und einem rasanten Impfprogramm an.
- Die US-Notenbank bekräftigt ihre vorsichtige Haltung und sieht die Inflation weitgehend als temporär, obwohl sich z. B. bei den Immobilien- oder den Rohstoffpreisen eine Überhitzung abzeichnet.

Eurozone

- Obwohl sich die Stimmungsindikatoren weiter verbessern, hinkt Europa beim Impffortschritt hinterher und verhängt nach wie vor restriktive Massnahmen, die die Erholung der Wirtschaft verzögern.
- Wie angekündigt, hat die EZB ihr Anleihenkaufprogramm intensiviert, um die Finanzbedingungen lockere zu halten.

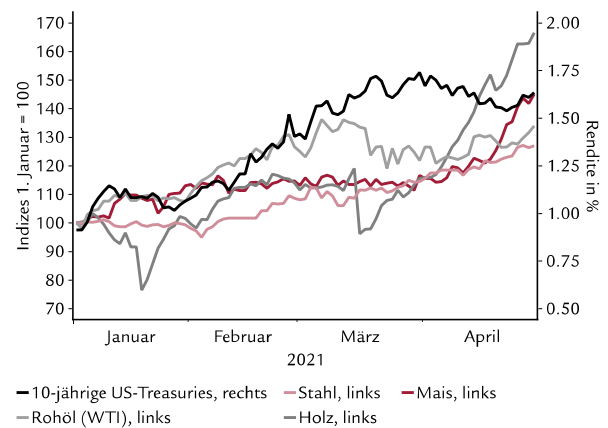
Grossbritannien

- Die Einkaufsmanagerindizes steigen im Industrie- und im Dienstleistungssektor weiter an, während die Einzelhandelsumsätze infolge der Aufhebung der Beschränkungen zulegen.
- Die Bank of Canada war die erste grosse Zentralbank, die ankündigte, ihre Anleihenkäufe zu drosseln. Die Bank of England könnte etwas Ähnliches ankündigen, da die wirtschaftliche Erholung in Grossbritannien an Fahrt gewinnt.

Schweiz

- In der Schweiz verläuft die Impfkampagne wie im übrigen Europa langsam, aber die Wirtschaft wurde durch Lockerungsmassnahmen schnell wieder hochgefahren, was das BIP jüngst fast wieder auf Vorkrisenniveau brachte.
- Die SNB dürfte ihre Geldpolitik in nächster Zeit kaum ändern, da die Konsumentenpreise aus einer deflationären Phase heraus nur leicht in den positiven Bereich rücken werden.

April: steigender Inflationsdruck, sinkende US-Rendite



Es beginnt die Phase, in der wir die höchsten oder – wie ein ehemaliger US-Präsident sagen würde – «die gewaltigsten» BIP-Jahreswachstumsraten erleben werden. Natürlich ist es auf einen grossen Basiseffekt zurückzuführen, aber selbst Monatsvergleiche der Konjunkturdaten zeigen sequenzielle Verbesserungen. Es überrascht deshalb nicht, dass Risikoanlagen weiter Aufwind haben. Der S&P 500 verzeichnet fast täglich neue Allzeithochs und die Kreditspannen sind auf tiefen Niveaus verankert: EUR- und USD-Kreditspannen verengten sich im April um 5 bzw. 3 Basispunkte (BP). Dennoch intensiviert die EZB ihr Anleihenkaufprogramm, weil es von Inflation angeblich keine Spur gibt und sie sowieso nur vorübergehend ist, es sei denn, man isst Mais, benötigt Holz für den Hausbau oder Stahl, um ein Auto zu bauen (siehe Grafik). Die einzige grosse Anlageklasse, die der Reflation trotzte, waren US-Staatsanleihen: Ihre zehnjährige Rendite sank im April um 12 BP, jene ihres deutschen Pendantes nahm um 4 BP zu. Angesichts des Anstiegs der Rendite zehnjähriger US-Treasuries um 83 BP seit Jahresbeginn dürfte es sich eher um eine Konsolidierung als um eine Trendwende handeln. Daher halten wir an unserer kurzen Duration fest, wenn auch mit einer reduzierten Position. Beim Kreditrisiko sind wir aufgrund der hohen Bewertungen defensiver. Dies führt zu ungünstigen Risiko-Rendite-Eigenschaften dieser Anlageklasse.

Aktien

Innehalten, um die Situation zu überdenken

USA

- Die raschen Impffortschritte und das Infrastrukturprogramm, das derzeit von der US-Regierung diskutiert wird, dürften die Erholung weiter vorantreiben. Das sind gute Nachrichten für die Gewinnaussichten der Unternehmen, aber die hohe Bewertung des Aktienmarkts wird langsam ein Thema und die Anleger verlangen von den Firmen nicht nur gute, sondern ausgezeichnete Gewinnzahlen.
- Die Märkte sind sich bezüglich Inflation und Zinsen noch nicht einig und reagieren nervös auf steigende Anleihenrenditen. Wir erwarten zwar weiterhin eine Outperformance des US-Aktienmarkts, aber die Risiken sind in einem Umfang gestiegen, der von den Aktienmärkten nicht vollständig eingepreist ist.

Eurozone

- Nach dem sehr guten Start ins 2021 verloren Aktien der Eurozone etwas an Momentum. Obwohl sie billiger sind als US-Papiere, verläuft die Erholung langsamer und die Aussichten sind gemischt. Ein Teil des Problems ist wohl die jüngste Aufwertung des EUR, die jedoch ein vorübergehendes Phänomen sein dürfte (siehe Seite 3).
- Der schleppende Verlauf der Impfkampagne sowie die Unsicherheiten durch die politischen Aussichten in Deutschland und Frankreich wirken sich nicht positiv auf den Markt aus. Er dürfte hinter den USA zurückbleiben.

Grossbritannien

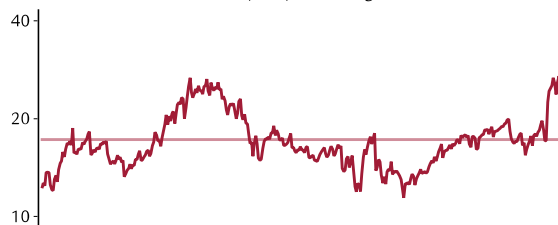
- Der britische Aktienmarkt entwickelte sich dank der erfolgreichen Impfkampagne und in geringerem Ausmass der Erholung der Rohstoffpreise positiv.
- Allerdings sind die meisten guten Meldungen jetzt eingepreist und das erwartete Wachstum der Unternehmensgewinne geringer als anderswo. Der britische Markt dürfte daher an Momentum verlieren und sich in Lokalwährung gleich entwickeln wie die Eurozone, jedoch schwächer als der US-Markt.

Schweiz

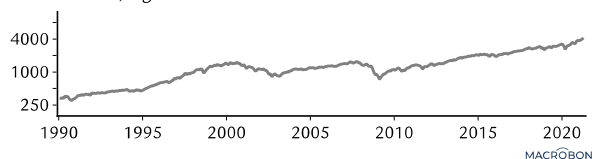
- Der defensive Charakter des Schweizer Aktienmarkts hat zu einer Underperformance seit Jahresbeginn geführt. Zusätzlich litt der Markt unter den negativen Überraschungen im Finanzsektor.
- Schweizer Aktien sind nun günstiger, aber solange die generelle Marktstimmung nicht ins Negative kippt, wird der Markt kurzfristig kaum brillieren.

Die Bedeutung der Bewertung und ihre Grenzen

S&P 500: Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), inkl. Langfristdurchschnitt



S&P 500 Index, logarithmiert



Bei den Aktienmärkten erwähnen wir oft ihre Bewertung. Was meinen wir damit und warum kann die Bewertung nicht genutzt werden, um bei Aktien den richtigen Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt zu erkennen? Aktienanleger kaufen einen Anteil an den künftigen Gewinnen der entsprechenden Firmen. Anleger müssen also zur Einschätzung des «fairen» Kurses einer einzelnen Aktie oder eines Aktienmarktes schätzen, wie hoch die künftigen Gewinne sein werden. Das ist nicht leicht, da während der Lebensdauer einer Firma viel passieren kann: Heute gut laufende Produkte und Dienstleistungen können morgen veraltet sein, die Firma könnte unerwartet eine grossartige Lösung entwickeln, die riesige Gewinne abwirft usw. Daher ist die Einschätzung der künftigen Gewinne sehr unsicher und die Anleger haben sehr unterschiedliche Ansichten zu den künftigen Gewinnen. Die Bewertungen, die in etwa dem Barwert künftiger Gewinne entsprechen, sind deshalb keine exakte Wissenschaft. Daher nehmen die Märkte die Bewertungen erst dann zur Kenntnis, wenn sie extrem werden. Auch dann kann es erfahrungsgemäss noch dauern, bis Anleger reagieren, wie während der «Dot-Com-Blase» um die Jahrtausendwende (siehe Grafik). Dies liegt oft daran, dass Anleger sich in das Potenzial von Firmen verlieben und vergessen zu prüfen, ob der Preis für die Aktie eine realistische Entwicklung der künftigen Gewinne widerspiegelt. Während der «Dot-Com-Blase» überschätzten Anleger das Potenzial vieler Internet-Start-ups, heute könnte dies in Branchen wie Elektromobilität oder IT der Fall sein. Die Bewertung ist daher ein nützliches Instrument zur Beurteilung von Risiken und Chancen, sollte aber nicht zur Festlegung des besten Zeitpunkts für den Markteinstieg oder -ausstieg benutzt werden.

Währungen

USD-Schwäche wohl nur temporär

USA

- Der April war das Gegenteil vom März: Der USD wertete vs. alle Hauptwährungen, einschliesslich der Schwellenländerwährungen, ab – die indische Rupie war die einzige Ausnahme.
- Grund dafür war die Abschwächung der US-Anleihenrenditen im April, die nur temporär sein dürfte. Wir rechnen damit, dass der USD vs. den EUR und den CHF aufgrund des nach wie vor erheblichen US-Zinsvorteils wieder Auftrieb erhält.

Eurozone

- Im April erholte sich der EUR vollständig von seinem Einbruch vs. den USD im Vormonat. Die Beschleunigung der europäischen Impfkampagne im April trug sicherlich zu der konstruktiveren Haltung der Anleger gegenüber dem EUR bei.
- Dennoch ist die Eurozone der Nachzügler bei der Erholung: Das Vorkrisenniveau bleibt in den meisten Staaten 2021 ausser Reichweite und die Geldpolitik bleibt mittelfristig äusserst expansiv. Wir halten somit an unserer negativen Sicht auf EUR/USD fest.

Grossbritannien

- Im April bewegte sich das GBP vs. den USD eher seitwärts. Gegenüber dem EUR korrigierte allerdings das GBP nach einer starken Rally seit Jahresbeginn, die durch die sich rasch verbessernden Wachstumsaussichten für Grossbritannien befeuert wurde.
- Viele positive Meldungen dürften bereits eingepreist sein und das GBP dürfte vs. den USD in den nächsten zwei Monaten abwerten.

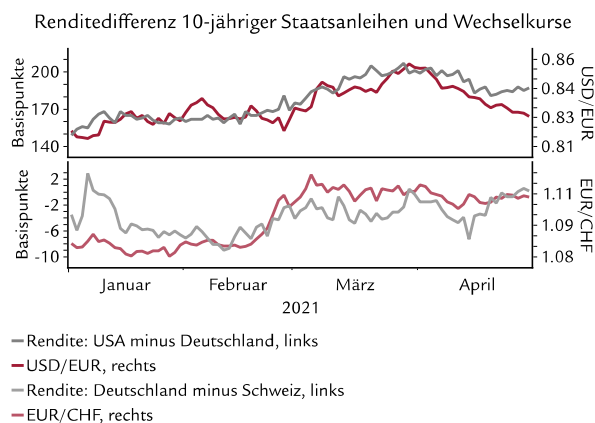
Schweiz

- Der CHF bewegte sich im April vs. EUR kaum, da die Finanzmärkte etwas in der Schwebe und weder voll im «Risk-on»- noch im «Risk-off»-Modus waren.
- Unsere neutrale EUR/CHF-Sicht erwies sich somit als richtig und daran halten wir in den nächsten zwei Monaten fest. Wir erwarten aber eine erneute Abwertung vs. den USD, was sich mit unserer Einschätzung einer allgemeinen USD-Stärke deckt.

Japan

- Im April wertete der JPY vs. den USD auf, allerdings weniger stark als der EUR oder der CHF.
- Wir bleiben bei unserer positiven USD/JPY-Sicht, da sich die globalen Wachstums- und Inflationsbedingungen («Reflation») im zweiten Quartal weiter verbessern dürften.

Renditedifferenz seit Anfang Jahr als wichtiger Markttreiber



MACROBOND

Der eifrige Leser dieser Publikation dürfte sich daran erinnern, dass wir bereits im Dezember 2020 unsere Sicht auf den USD von negativ auf positiv umgestellt haben, was lange nicht dem Konsens entsprach, sich aber im ersten Quartal 2021 auszahlte. Im Zuge der wachsenden Zinsdifferenz legte der USD vs. den EUR in dieser Zeit um 4% zu (siehe Grafik). Seit Jahresbeginn spielen die Renditedifferenzen bei längeren Laufzeiten auch beim EUR/CHF-Wechselkurs eine Rolle. Zinsdifferenzen (sogenanntes «Carry»), sind somit wieder ein wichtiger Währungsfaktor. Dies dürfte auch künftig so bleiben. Leider widersprach die Entwicklung der Staatsanleihenrenditen im April unserer Sicht: Die US-Renditen gingen trotz erfreulichen Wirtschaftsdaten und steigendem Inflationsdruck zurück. Dadurch verkleinerten sich die Renditedifferenzen, was zu einem schwächeren USD führte. Dies dürfte sich als temporär erweisen, und wir halten an unserer Sicht eines stärkeren USD in den nächsten zwei Monaten fest. Auch wenn die Konjunktur der Eurozone im zweiten Quartal anzieht, bleibt die Produktionslücke der Währungsunion viel grösser und der Inflationsdruck damit geringer als in den USA. Daher könnte sich das vor der Pandemie vorherrschende Muster 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. In dieser Hinsicht preschte die Bank of Canada vor, indem sie an ihrer April-Sitzung als erste grosse Zentralbank eine Drosselung ihrer Anleihenkäufe verkündete.

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.