

August 2021

Zinsen und Anleihen

US-Inflation und -Arbeitsmarkt im Fokus

USA

- Die US-Zinskurven verflachten sich im Juli weiter und die Realrenditen zehnjähriger US-Treasuries sanken auf ein historisches Tief von ca. -1.1%.
- Das Fed will weitere Fortschritte bei der US-Beschäftigung sehen, bevor es erwägt, seine Anleihekäufe zu drosseln. Es betrachtet die aktuelle Inflationsdynamik als weitgehend temporär.

Eurozone

- Die Renditen europäischer Staatsanleihen folgten ihren US-Pendants nach unten und die Kurven verflachten sich. In Deutschland liegen die 30-jährigen Renditen im Monatsvergleich etwa 25 BP tiefer.
- An ihrer letzten Sitzung im Anschluss an ihre Strategieüberprüfung zeigte sich die EZB zurückhaltend. Die geldpolitische Stimulierung wird so lange anhalten, bis die Inflation ihr neues symmetrisches 2%-Ziel nachhaltig erreicht hat.

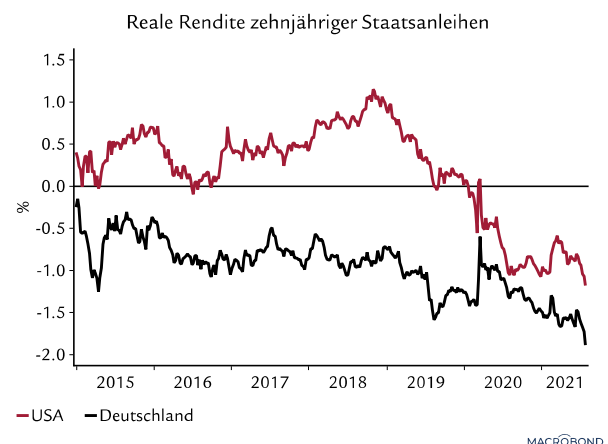
Grossbritannien

- Ähnlich wie die Renditen von US- und europäischen Staatsanleihen verzeichnete die britische Fristenstruktur im Juli eine starke Abflachung, mit tieferen Renditen auf der ganzen Kurve. Die Renditen zehnjähriger Gilts sanken im Juli um ca. 16 BP.
- Es kamen jüngst weitere Gerüchte über eine mögliche Straffung der britischen Geldpolitik auf.

Schweiz

- Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen gingen im Juli deutlich zurück. Anleihen mit längeren Laufzeiten schnitten überdurchschnittlich ab und die Zinskurve verflachte sich weiter.
- Die Sichtguthaben bei der SNB stiegen leicht auf CHF 712 Mrd. und der CHF legte zu. EUR/CHF sank erstmals seit Februar unter 1.08. Zusammen mit dem unerwartet tiefen Juni-Inflationswert von 0.6% dürfte die SNB ihre lockere Geldpolitik beibehalten.

Realrenditen von Anleihen auf historischem Tief



Die nominalen Staatsanleiherenditen sanken in den letzten zwei Monaten, aber die Treiber sind verschiedene: Im Juni gingen die Inflationserwartungen der Anleger nach der FOMC-Sitzung zurück, im Juli waren niedrigere Realrenditen schuld. Wegen der Delta-Variante preisten die Märkte weniger Wirtschaftswachstum ein. Strenge Lockdowns in Industrieländern sind zwar unwahrscheinlich, aber gezielte Mobilitätsbeschränkungen könnten das Wachstum beeinflussen. Die Risiken sind in Schwellenländern mit niedrigeren Impfraten am höchsten. Die Kreditspannen weiteten sich nur leicht aus, wohl weil das abflauende Wachstum eine weiterhin expansive Geldpolitik rechtfertigt. Derweil überrascht die US-Inflation positiv. Das Fed hält dies für temporär und drosselt die expansive Geldpolitik erst, wenn sie Fortschritte am Arbeitsmarkt sieht. Dieser könnte an einem kritischen Punkt stehen, da aufgrund der tieferen Arbeitslosengelder ab September mehr Menschen in den Arbeitsmarkt eintreten könnten. Bleibt die Inflation hoch und steigen die Jobzahlen in den USA, könnten die Märkte ein schnelleres Drosseln der geldpolitischen Impulse einpreisen. Die historisch tiefen Realrenditen decken sich nicht mit dem günstigen makroökonomischen Umfeld und wir halten deshalb die Duration kurz. Wir sind beim Kreditrisiko neutral, da die Bewertungen hoch sind, aber die technischen Faktoren stützen dürften.

Aktien

Delta-Variante verursacht mehr Volatilität

USA

- Mitte Juli begannen die Anleger an der Konjunkturerholung nach der Pandemie zu zweifeln. Dies führte zu sinkenden Anleiherenditen und einem Rückschlag an den Aktienmärkten.
- Die klaren Aussagen des Fed, dass die Geldpolitik noch länger unterstützend bleiben werde, waren einmal mehr der Retter in der Not und führten zu einer Erholung, die durch robuste Gewinne und positive Firmenausblicke befeuert wurde.
- Die Lage bleibt zwar fast unverändert und der Aktienmarkt ist absolut gesehen immer noch teuer, aber die Unterstützung durch das Fed und die positiven Gewinnmeldungen dürften den US-Markt vorläufig weiter stützen.

Eurozone

- Die Aktienmärkte der Eurozone verloren im Juli weiter an Momentum, auch wenn die Wirtschaftsdaten aktuell mehr positive Überraschungen zeigen als in den USA.
- Die deutliche Zunahme von Fällen der Delta-Variante sowie die politischen Unsicherheiten in Frankreich und Deutschland trübten die Stimmung der Anleger in diesem Markt zumindest vorübergehend.
- Allerdings sprechen Konjunktur- und Marktdaten weiterhin für diese Region, und der moderate Tonfall der EZB schuf jüngst die Voraussetzungen für eine Erholung.

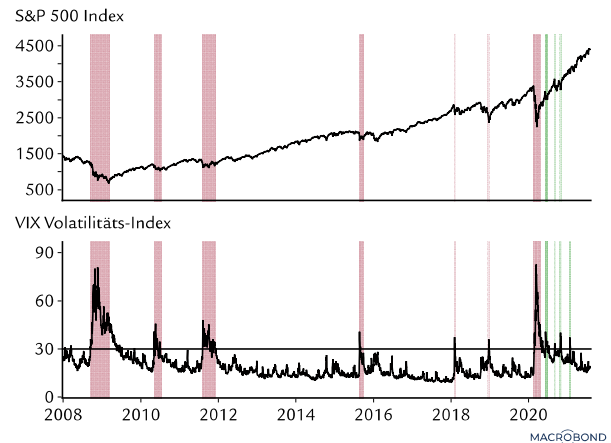
Grossbritannien

- Der britische Markt blieb im Juli hinter dem Rest der Welt zurück. Der Anstieg der COVID-19-Infektionen hatte sicherlich negative Auswirkungen. Die zunehmenden Spannungen zwischen Grossbritannien und der EU bezüglich Zollkontrollen in Nordirland belasteten wohl auch den Markt, da die Gefahr von Handelsrepressalien der EU gestiegen ist.
- Die Unterperformance des britischen Marktes dürfte in naher Zukunft anhalten.

Schweiz

- Der Schweizer Markt entwickelte sich im Juli analog globalen Aktien.
- Mid und Small Cap schnitten gut ab, was der insgesamt besseren weltwirtschaftlichen Lage entspricht.

Auf Volatilitätsspitzen verkaufen? Schnäppchen kaufen!



Wenn Aktienmärkte korrigieren, steigt ihre implizite Volatilität i. d. R. deutlich an. Die implizite Volatilität ist das Volatilitätsniveau, das Trader verwenden, um Instrumente wie Optionen zu bewerten, und ist daher ein Indikator dafür, wie der Markt Risiken einpreist. Anleger achten oft auf Spitzen der impliziten Volatilität, um potenziell gefährliche Marktbedingungen zu erkennen und somit das Risiko zu reduzieren. Dies hat bisher gut funktioniert, da die Märkte nach einer starken Korrektur noch eine Weile schwach blieben (siehe rote Bereiche in der Grafik). Jüngst jedoch haben die schnellen und starken Eingriffe der Zentralbanken den Nutzen dieses Volatilitätsindikators offenbar geschmälert, da Anleger oft auf «Schnäppchenjagd» aus sind («buy the dip»), in der Erwartung, dass die Zentralbanken den Markt indirekt stützen werden. Wie der Grafik (grüne Bereiche) zu entnehmen ist, erholten sich die Aktienmärkte nach den jüngsten starken Volatilitätsspitzen sehr schnell, wodurch die Anleger, die dieses Signal nutzten, um ihr Aktienexposure zu reduzieren, bestraft wurden.

Heisst das, dass wir keine signifikante Korrektur mehr sehen werden? Nein. Sobald die Anleger die unmittelbaren positiven Auswirkungen der geldpolitischen Lockerung an den Aktienmärkten anzweifeln, schlägt die Stimmung um und der Volatilitätsindikator wird wieder nützlich sein. Dies könnte passieren, wenn sich die Anleger wieder auf die inflationären Auswirkungen der Geldpolitik konzentrieren. Derweil sollte man sich aber davor hüten, sich bei der Aktienallokation zu stark auf Volatilitätsspitzen zu verlassen.

Währungen

Warten, bis sich der Staub legt

USA

- Nach einer anfänglichen USD-Stärke aufgrund der «Risk-off»-Stimmung bei den Anlegern wertete der USD Ende Juli ab, nachdem die FOMC-Sitzung moderater als erwartet ausgefallen und ein enttäuschendes US-BIP für das zweite Quartal veröffentlicht worden war.
- Eine Neubewertung der zu optimistischen Wachstumserwartungen war zwar nötig, aber der Tauchgang der Renditen zehnjähriger US-Anleihen im Juli ging zu weit. Wir erwarten für die nächsten Monate eine Erholung der US-Renditen, wodurch der US-Zinsvorteil vs. anderen Industrieländern intakt bleiben dürfte.
- Der USD dürfte in der zweiten Jahreshälfte fundamental unterstützt bleiben, auch wenn wir für August eine taktisch neutrale Sicht einnehmen.

Eurozone

- Die EZB blieb in ihrer Juli-Sitzung sehr moderat, aber die jüngsten Stimmungs- und Inflationsdaten aus der Eurozone überraschten positiv. Dies stützte den EUR vs. den USD in der letzten Juliwoche.
- Das wirtschaftliche Momentum dürfte im dritten Quartal positiv bleiben, aber beim Wachstumsausblick für 2022 bleiben wir vorsichtiger als der Konsens, nicht zuletzt wegen der nachlassenden fiskalpolitischen Unterstützung. Die EZB bleibt somit in ihrer ultraexpansiven Geldpolitik gefangen, was einen mittelfristig negativen Ausblick für den EUR vs. den USD ergibt.

Grossbritannien

- Das GBP überraschte im Juli positiv, da die Märkte die steigenden Infektionszahlen ignorierten und ihre Erwartungen bezüglich Leitzinserhöhungen durch die Bank of England intakt hielten (s. Grafik).
- Unsere Monatssicht auf GBP/USD ist neutral.

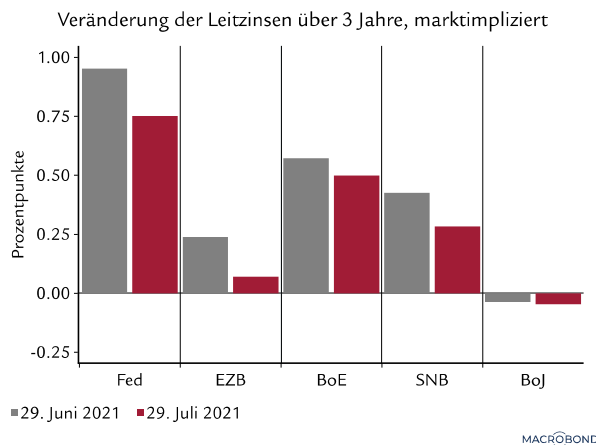
Schweiz

- Der CHF wertete im Juli vs. den EUR fast 2% auf, da die Anleger in sichere Währungen flüchteten.
- Da die Risikostimmung unter den Anlegern im August vorsichtig bleiben könnte, entscheiden wir uns für eine neutrale Sicht auf EUR/CHF.

Japan

- Ähnlich wie beim CHF suchten Anleger im Juli Schutz in der Fluchtwährung JPY.
- Unsere Monatssicht auf USD/JPY ist neutral.

Fed auch nach Neubewertung noch ein «Early Mover»



Im Juli fand eine Neubewertung der wirtschaftlichen Risiken statt. Im zweiten Quartal hatten der rasche Impffortschritt und die Wiedereröffnung der Wirtschaft vor allem in den USA zu einem etwas übertriebenen Optimismus geführt. Tatsächlich wurden die Konsenserwartungen für das US-BIP-Wachstum 2021 im Juli zum ersten Mal seit Oktober 2020 nach unten korrigiert, und die steigenden COVID-19-Fälle in Grossbritannien erinnerten die Anleger daran, dass die Pandemie noch nicht vorbei ist. Zudem machte das harte Durchgreifen der Regulatoren und der damit verbundene Ausverkauf am chinesischen Aktienmarkt deutlich, dass China die Lücke als «globaler Wachstumsmotor» nicht füllen kann, sollte die US-Wirtschaft viel stärker abflauen als erwartet. Die ersten 20 Julitage waren daher geprägt von schlechter Anlegerstimmung und turbulenten Märkten für Risikoanlagen, wovon die Fluchtwährungen CHF, JPY und USD profitierten. Die Stimmung verbesserte sich Ende Juli auch dank dem Fed, das sich als moderater erwies als erwartet. Die Märkte preisten daher eine Leitzinserhöhung um 25 BP über die nächsten drei Jahre aus – mehr als bei anderen grossen Zentralbanken (s. Grafik) –, was am Monatsende zu einem schwächeren USD führte. Der CHF war aber den ganzen Monat über stark gefragt – ein klares Zeichen dafür, dass die Märkte noch nicht zurück im vollen «Risk-on»-Modus sind. Für den kommenden Monat entscheiden wir uns für eine neutrale Sicht auf alle wichtigen Wechselkurse, da unklar ist, wie die «Delta-Welle» die Länder treffen wird, und die Anleger wohl abwarten werden. Sobald sich der Staub legt, dürfte der USD aber wieder anziehen, da die Aussichten für die US-Wirtschaft und eine Straffung durch das Fed intakt bleiben.

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.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com



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 Swiss Life Asset Managers Deutschland 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.