

September 2021

Zinsen und Anleihen

Volatilität der Kreditspannen nimmt ab

USA

- Die Staatsanleihenrenditen stiegen im August an, die mittleren Laufzeiten (sogenannter «Bauch» der Zinskurve) am stärksten, das kurze und das sehr lange Ende der Zinskurve legten nur leicht zu.
- Obwohl mehrere Fed-Funktionäre öffentlich ein Ende der ultralockeren Geldpolitik forderten, zeigte sich Fed-Chef Jerome Powell in seiner Rede an der wichtigen Tagung in Jackson Hole zurückhaltend.

Eurozone

- Auch die Renditen deutscher Staatsanleihen stiegen im August um einige Basispunkte an; die Zinsen in der europäischen Peripherie folgten weitestgehend.
- Einige EZB-Mitglieder äusserten sich zuletzt restriktiver und forderten ein Ende der EZB-Hilfsprogramme, da die Inflation weiter anzieht. Die Mehrheit der EZB-Mitglieder dürfte sich aber für eine anhaltende lockere Geldpolitik einsetzen.

Grossbritannien

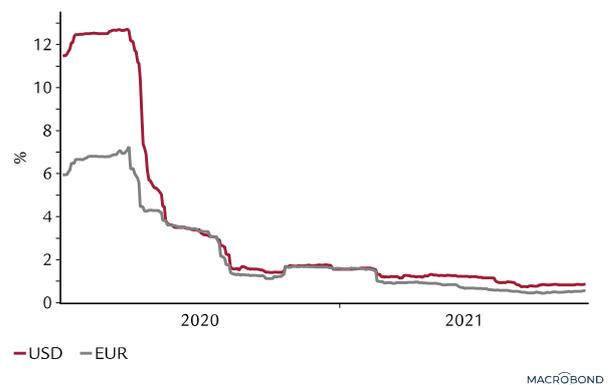
- Die Renditen am kurzen Ende stiegen letzten Monat sehr stark an: Die Zweijahreslaufzeit erreichte 0.2%, ein Niveau wie zuletzt vor der Pandemie.
- Die Bank of England ist zwar restriktiver als andere Zentralbanken, hält aber die Inflation für vorübergehend und geht davon aus, dass sie nach einem temporären Anstieg wieder auf das Zielniveau von 2% fallen wird.

Schweiz

- Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen kletterten wie ihre globalen Pendanten nach oben, wenn auch weniger stark.
- Die Wirtschaftsdaten aus der Schweiz flauten zuletzt etwas ab: Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) sanken und die Einzelhandelsumsätze gingen im Jahresvergleich um 2.6% zurück. Die Inflation zog hingegen leicht an.

Volatilität der Kreditspannen nimmt ab

Realisierte Volatilität von Investment-Grade-Kreditspannen
(Quelle: Bloomberg Barclays, Swiss Life AM)



Die Diskussion um eine Drosselung der Anleihenkäufe durch die Zentralbanken («Tapering») verschärft sich, da sich sogar die EZB nun daran beteiligt. Obwohl Fed-Chef Powell an der Tagung in Jackson Hole seine Zurückhaltung bekräftigte, erwarten wir für die kommenden Monate eine schrittweise Reduzierung der Anleihenkäufe. Die EZB dürfte später handeln, da die Konjunkturerholung und die Inflation immer noch nicht auf dem US-Niveau liegen. Von einer Normalisierung der Leitzinsen und vom Ende der von den Zentralbanken getriebenen Märkte sind wir jedoch noch weit entfernt. Unsicherheiten bezüglich der wirtschaftlichen Erholung bleiben bestehen und da die nächste COVID-Mutation schon vor der Tür stehen könnte, wäre es verfrüht, ein Ende der Intervention zu fordern. Die technische Unterstützung bleibt bestehen und wir sehen daher wenig Raum für eine wesentliche Ausweitung der Kreditspannen. Da die Volatilität der Kreditspannen praktisch nicht vorhanden ist und zu viel Geld stets sinkende Renditen jagt, glauben wir, dass es wenig zu gewinnen gibt, wenn wir zu optimistisch werden. Die Kreditspannen dürften sich aufgrund des grösseren Angebots und eines möglichen Wiederaufflammens der Pandemie im Winter leicht ausweiten. Ohne ein wesentliches Risk-off-Szenario dürften die Renditen auf Staatsanleihen in engen Bahnen bleiben mit Tendenz nach oben.

Aktien

Starke Quartalsergebnisse, aber hohe Bewertungen

USA

- Der US-Markt legte im August um 2.9% zu. Nach einem starken ersten Halbjahr kam es zur Monatsmitte aufgrund zunehmender Pandemieängste und negativer Meldungen aus China zu einem Einbruch. Dieser war aber gering und von kurzer Dauer, da die Anleger den Drawdown nutzten, um in den Markt (wieder) einzusteigen. Der S&P 500 erreichte ein neues Allzeithoch und liegt nun auf über 4500.
- Die Berichtssaison lieferte hervorragende Ergebnisse und das Fed versicherte den Märkten anhaltende geldpolitische Unterstützung.
- Insgesamt ist der US-Markt der teuerste aller grossen Märkte und wir sehen daher nur beschränktes Aufwärtspotenzial.

Eurozone

- Im August legte der Markt um 2.0% zu. Die Korrektur zur Monatsmitte fiel geringer aus als in den USA.
- Die Aussichten für die europäischen Märkte sind gut. Die Wirtschaft wird an Momentum gewinnen, die Bewertungen sind attraktiver als an anderen Aktienmärkten und die Geldpolitik der EZB ist expansiver als in den USA.

Grossbritannien

- Seit Jahresbeginn liegt der britische Aktienmarkt fast 10% unter seinen Pendanten in Europa und den USA und auch im August entwickelte er sich unterdurchschnittlich.
- Er weist eine sehr hohe Dividendenrendite auf und seine Bewertung gehört zu den tiefsten der grössten Märkte.

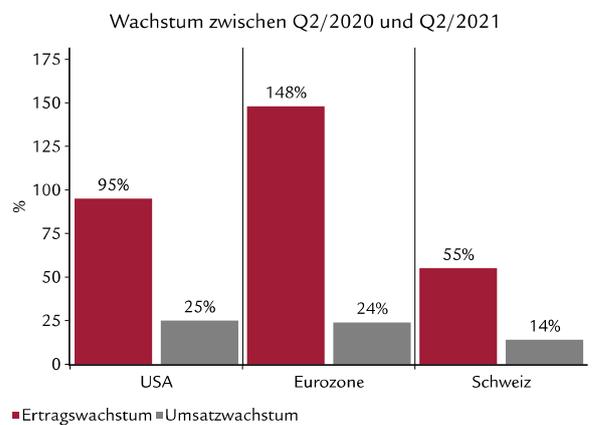
Schweiz

- Der Schweizer Markt entwickelte sich im August erneut analog den globalen Benchmarks.
- Er ist tiefer bewertet als der US-Markt, aber höher als die meisten anderen Aktienmärkte.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer performten dieses Jahr am schlechtesten. Seit Jahresbeginn sind sie nur um 3.0% gestiegen. Im August verzeichneten sie eine Zunahme von 2.6%.
- Schwellenländer haben zwei Probleme: die zögerlichen COVID-Impfungen und den schwachen chinesischen Aktienmarkt nach dem harten Durchgreifen der Regulierungsbehörden.

Starke Firmenergebnisse im zweiten Quartal 2021



MACROBOND

Die Berichtssaison für das zweite Quartal 2021 war beeindruckend und lag über den Erwartungen. In den USA verdoppelten sich die Erträge im Vergleich zum Vorjahr fast, in der Eurozone und der Schweiz verzeichneten sie Wachstumsraten von 148% bzw. 55%. Rund 90% der berichtenden Unternehmen übertrafen die Erwartungen, und zwar so deutlich wie noch nie. Auch das Umsatzwachstum war beeindruckend. In den USA stiegen die Umsätze um 25%, in Europa und der Schweiz um 24% bzw. 14%. Es gibt zwei Gründe für die tieferen Wachstumsraten in der Schweiz: Erstens war der Gewinnrückgang letztes Jahr deutlich weniger ausgeprägt. Zweitens haben zyklische Sektoren (Industrie, Energie), die sich im Aufschwung besonders gut entwickelten, eine sehr tiefe Gewichtung im Schweizer Index. Mit diesen starken Zahlen liegen die Erträge nun über (USA) oder auf (Eurozone, Schweiz) den Vorkrisenhochs.

Trotzdem sind wir im Hinblick auf den Aktienmarkt etwas vorsichtiger. Dafür gibt es drei Gründe: Erstens wirkt die Geldpolitik für die Märkte weniger unterstützend als noch vor ein paar Monaten, wie das geringere Wachstum der Geldmenge zeigt. Zweitens sind die Bewertungen, insbesondere in den USA, sehr hoch. So liegt der S&P 500 z. B. 40% über dem Jahresende 2019 und die Unternehmensgewinne stiegen um rund 15%. Drittens ist es schon lange her, dass die Aktienmärkte eine Korrektur von 5% oder mehr erfahren haben.

Währungen

Kein «Taper Tantrum», aber USD-Unterstützung

USA

- Der USD wertete in der ersten Augushälfte auf, als die Diskussionen um eine Drosselung der Anleihenkäufe zunahmen. Der eher zurückhaltende Ton von Fed-Chef Powell bei seiner Rede in Jackson Hole trug gegen Ende Monat zu einer schwächeren USD-Performance bei.
- Wir halten an unserer mittelfristigen Sicht eines gut unterstützten USD fest und sehen Potenzial für eine neue USD-Aufwertung im September aufgrund des Zinsvorteils («Carry»).

Eurozone

- Die Konjunktur in der Eurozone überraschte im August positiv, v. a. in der Peripherie, und die Inflation zog weiter an. Dies löste in den Medien eine gewisse Panik aus und verleitete EZB-Funktionäre zu einigen restriktiven Äusserungen.
- Dennoch dürfte die generelle Sichtweise im EZB-Rat nicht restriktiver werden, was den Spielraum für eine EUR-Aufwertung einschränkt. Im laufenden Monat ist unsere Sicht auf EUR/USD negativ.

Grossbritannien

- GBP/EUR erreichte in der ersten Augushälfte aufgrund optimistischer Wirtschaftsdaten ein neues Nachkrisenhoch von 1.18 und verlor in der zweiten Monatshälfte an Fahrt.
- Unsere Einmonatssicht auf GBP/USD ist neutral, wir sehen aber erneutes GBP-Aufwärtspotenzial vs. EUR.

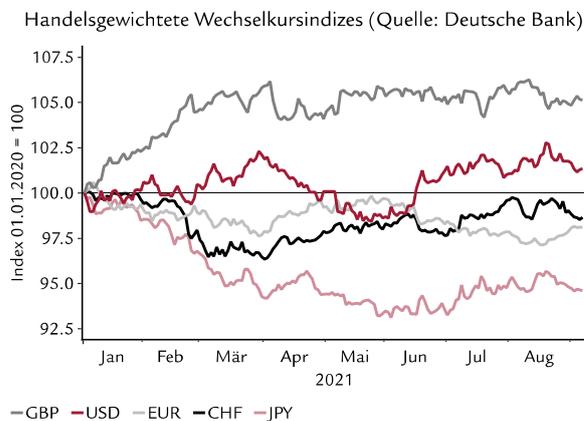
Schweiz

- Nach dem starken EUR/CHF-Rückgang im Juli führte die bessere Risikostimmung der Anleger im August zu einem EUR-Anstieg vs. CHF.
- Wir sehen für EUR/CHF aber kein wesentliches Aufwärtspotenzial, weil die Zinsdifferenzen sehr gering und die Risiken bezüglich der weiteren Entwicklung der Pandemie immer noch hoch sind.

Japan

- JPY/USD hatte einen ruhigen August und schwankte um die 110-Marke.
- Entsprechend unserer allgemein positiven USD-Sicht haben wir auch eine positive Sicht auf USD/JPY.

USD-Outperformance hält nächsten Monat an



Im August waren die Devisenmärkte primär von den Erwartungen an die US-Geldpolitik geprägt. Die «Tapering»-Diskussion gewann im August deutlich an Fahrt und führte zu einer USD-Aufwertung. Die Falken unter den Mitgliedern des Federal Open Market Committee (FOMC) sprachen sich in Reden sogar dafür aus, die Anleihenkäufe so schnell wie möglich zu drosseln. Aus dem Protokoll der FOMC-Sitzung vom 27./28. Juli, veröffentlicht am 18. August, ging hervor, dass «die meisten Teilnehmer» sich einig waren, dass die wirtschaftlichen Voraussetzungen für eine Drosselung der Käufe bereits dieses Jahr erfüllt sein dürften. Diese Meinung wurde durch Jerome Powell in seiner mit Spannung erwarteten Rede an der Tagung der globalen Zentralbanker in Jackson Hole bekräftigt. Das FOMC dürfte daher am 22. September bei seiner nächsten Stellungnahme eine «Vorwarnung» aussprechen. Im November 2021 dürfte eine offizielle Ankündigung inklusive detaillierter Tapering-Pläne folgen. Der Ansatz des Fed, die Märkte vorsichtig auf geringere Anleihenkäufe vorzubereiten, sollte ein weiteres «Taper Tantrum», das die Märkte 2013 erschütterte, verhindern. Jerome Powell beruhigte die Anleger zusätzlich, indem er sagte, dass der Tapering-Entscheid kein «direktes Signal für den Zeitpunkt von Zinserhöhungen ist, wofür wir einen anderen und wesentlich strengeren Test formuliert haben». Der USD büsste nach diesen Äusserungen etwas ein. Wir erwarten in der Tat erst im Q2/2023 die erste US-Zinserhöhung. Da dies immer noch früher ist als in den meisten anderen Industrieländern, dürfte der USD von einem günstigen Zinsvorteil («Carry») profitieren und 2021 zu den performancestärksten Industrieländerwährungen zählen (siehe Grafik).

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.