

Oktober 2021

Zinsen und Anleihen

Die Reflation ist zurück

USA

- Die US-Anleiherenditen stiegen im September an. Die Zehn-Jahres-Rendite legte um 20 BP zu und sogar das gut verankerte kurze Ende stieg um 9 BP. Die Zinskurven wurden steiler.
- Die FOMC-Sitzung vom September fiel restriktiver aus als erwartet. Die Aussagen von Fed-Chef Powell deuten auf einen Start der Reduktion der Anleihenkäufe (Tapering) vor Jahresende hin.

Eurozone

- Auch die Renditen deutscher Staatsanleihen legten solidarisch zu ihren US-Pendants zu. Zudem wurde das Randrisiko einer stark links gerichteten Regierung bei den Wahlen in Deutschland eliminiert. Die Rendite zehnjähriger Anleihen stieg aufgrund der steileren Kurven um 24 BP.
- EZB-Präsidentin Lagarde betonte derweil, dass ein Grossteil der Inflation auf temporäre Angebotschocks zurückzuführen sei und die Zentralbanken nicht überreagieren sollten, was die Erwartungen für Leitzinserhöhungen in der nahen Zukunft dämpfte.

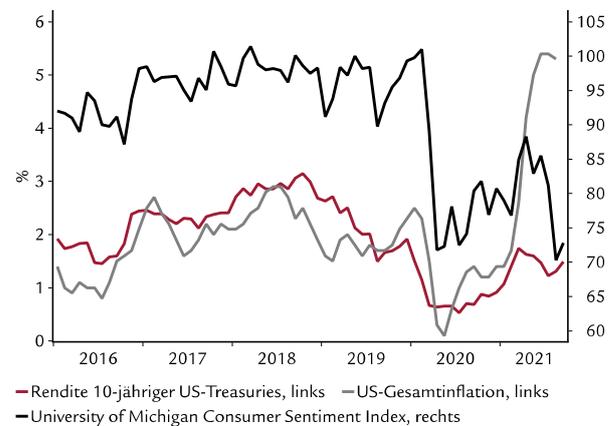
Grossbritannien

- Britische Staatsanleihen waren im September die klaren Verlierer. Die zehnjährige Rendite erreichte ein neues Zyklushoch von rund 1% – um fast 40 BP höher als Ende August.
- Die Bank of England überraschte die Märkte mit ihren restriktiven Aussagen, dass potenzielle Zinserhöhungen nur wenige Monate entfernt seien. Gemäss Protokoll machen sich die Mitglieder zunehmend Sorgen wegen der hohen Inflation.

Schweiz

- Schweizer Anleiherenditen korrelierten erneut stark mit EUR-Renditen und stiegen um 20 BP. Der Fünf-Jahres-Punkt erreichte mit -0.5% seinen Höchststand von Anfang dieses Jahres.
- Im Vergleich zu den meisten anderen Ländern erlebt die Schweiz derzeit eine gesunde Erholung ohne stark steigende Inflation, was die SNB nicht dazu drängt, die Geldpolitik zu straffen.

Inflationsanstieg trübt die Konsumentenstimmung



Während die Kreditspannen auf Rekordtiefs verharren, setzen die Zinsen global ihre Achterbahnfahrt fort. Die Anleiherenditen zogen Ende September allgemein an, getrieben durch die aufgrund steigender Inflationsängste zunehmend restriktiveren Zentralbanken. Die hohen Rohstoffpreise und die Angebotsengpässe, von den knappen Halbleitern bis hin zu den leeren Tankstellen in Grossbritannien, beeinflussen die Inflation sichtlich. Dennoch dürften sich viele dieser Inflationstreiber als temporär erweisen. Solche wirtschaftlichen Verwerfungen machen gute Schlagzeilen, sind aber meist von kurzer Dauer und werden durch die Marktkräfte korrigiert. Zudem dürfte sich die Wachstumsdynamik angesichts der rückläufigen US-Konsumentenstimmung (siehe Grafik) abschwächen. Dies dürfte den Inflationsdruck mindern, auch wenn sich die Inflation vorerst über dem Ziel des Fed von 2% einpendeln dürfte. Da der Inflationshöhepunkt in den USA bereits überschritten ist, glauben wir nicht an einen anhaltenden Aufwärtstrend der Anleiherenditen. Wir sehen die jüngste Bewegung eher als Korrektur von den Tiefs im Sommer und erwarten ein Einpendeln in einer neuen Spanne. Risikoanlagen könnten einen erneuten, reflationstriebebenen Aufschwung sehen, jedoch nicht vergleichbar mit der Entwicklung 2020. Bei der Duration sind wir vorsichtig, und wir bleiben angesichts der tiefen Niveaus bei den Kreditspannen neutral.

Aktien

Schwacher September, mittelfristiger Ausblick intakt

USA

- Der US-Markt büsste im September 4.8% ein und verzeichnete den ersten negativen Monat seit Januar. Hauptgründe für die Korrektur waren die Unsicherheiten bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung in China, steigende Zinsen und die politische Entwicklung in den USA. Seit Jahresbeginn beträgt die Gesamttrendite des US-Markts aber immer noch 16.7%.
- Aufgrund der starken Berichtssaison und der jüngsten Korrektur sank das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 30 auf rund 26. Dennoch bleibt der US-Markt der teuerste aller grossen Märkte und wir sehen daher nur beschränktes Aufwärtspotenzial.

Eurozone

- Eurozonen-Aktien büssten im September 3.4% ein, der Anstieg seit Jahresbeginn beträgt aber immer noch 16.5%.
- Bewertungskennzahlen und die aktuelle Wirtschaftsdynamik sprechen eher für den europäischen als den US-amerikanischen Aktienmarkt.

Grossbritannien

- Im September verlor der britische Aktienmarkt 0.5%, die Performance seit Jahresbeginn betrug 11.4%.
- Der britische Aktienmarkt ist ein defensiver Markt mit der höchsten Dividendenrendite aller grossen Märkte.

Schweiz

- Der Schweizer Markt erzielte im September eine Rendite von -6.8% und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 12.9%.
- Den grössten Einbruch verzeichnete der Pharmasektor, ein Schwergewicht im Index.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer entwickelten sich im September mit einem Minus von 4.0% analog zu den Industrieländern. Mit einem Rückgang seit Jahresbeginn von 1.1% liegen die Aktien der Schwellenländer jedoch weit hinter jenen der Industrieländer (14.2%).
- Die Bewertung von Schwellenländeraktien im Vergleich zu Industrieländern ist attraktiv, aber die politische Lage in China gibt im Moment besonders Anlass zur Sorge.

Schwellenländer – Chancen und Risiken



Schwellenländeraktien legten seit der Finanzkrise 2009 und 2021 eine schlechte Entwicklung hin. Seit 2009 schnitten sie um satte 160% unter dem Industrieländerindex (MSCI World) ab, seit Jahresbeginn um 15%. Selbst die langfristige Entwicklung seit 1995 liegt heute unter derjenigen der Industrieländer. Seit Initiierung des Schwellenländerindex 1987 besteht jedoch immer noch eine Outperformance von fast 2% p. a. Wie die Grafik oben zeigt, ist die relative langfristige Performance eng mit der relativen Gewinnentwicklung verknüpft. Für ein Comeback der Schwellenländer in den kommenden Jahren ist daher ein starkes Gewinnwachstum zentral. Die Voraussetzungen sind gegeben: Produktivität und Bevölkerung dürften weiter wachsen, das aktuelle Gewinn- und Profitabilitätsniveau ist ziemlich tief und ein Ende der Pandemie würde diesen Ländern Auftrieb geben. Zudem sind die meisten Währungen unterbewertet. Kurzfristig sind die Aussichten jedoch weniger klar. Die chinesischen Wirtschaftsdaten sind derzeit eher schwach (z. B. verlangsamte sich das Kreditwachstum, scheint aber jetzt die Talsohle zu erreichen) und die Behörden verfolgen bei der Regulierung von Tech-Firmen und des Immobilienmarkts einen immer restriktiveren Ansatz. Seit Februar schnitten chinesische Technologieaktien (15% des MSCI Emerging Markets Index) fast 50% unter ihren globalen Mitbewerbern ab. In anderen Schwellenländern wütet die Pandemie nach wie vor und die Impfraten sind tief. Eine Verbesserung dieser Indikatoren würde eine Übergewichtung von Schwellenländeraktien rechtfertigen.

Währungen

Frühe Zinserhöhungen stärken USD und GBP

USA

- Obwohl die US-Wirtschaftsdaten, v. a. der Arbeitsmarktbericht für August, im September negativ überraschten und die Inflationsdaten die «vorübergehende Inflation» gemäss Fed zu bestätigen schienen, beendete das Fed seine September-Sitzung mit einer restriktiven Botschaft (siehe Haupttext).
- Der resultierende Anstieg der Anleiherenditen führte im September zu einer Aufwertung des USD vs. allen wichtigen Industrie- und Schwellenländerwährungen. RUB und CNY waren die Ausnahmen.
- Wir erwarten wegen des USD-Zinsvorteils («Carry») bis Jahresende einen anhaltend starken USD.

Eurozone

- Im September büsste der EUR vs. den USD 2% ein, blieb aber vs. CHF weitgehend stabil.
- Die Inflationsüberraschungen verlagerten sich von den USA nach Europa, wo stark steigende Gas- und Strompreise die Inflation in den nächsten Monaten zusätzlich antreiben.
- Da der Inflationsanstieg nur temporär sein dürfte, erwarten wir keine restriktive Haltung der EZB und bleiben bei unserer negativen Sicht auf EUR/USD.

Grossbritannien

- Trotz anhaltender Lieferengpässe in Grossbritannien rechnet die Bank of England mit einer weiteren Konjunkturerholung und signalisierte eine eher frühere als spätere Straffung der Geldpolitik.
- Die restriktive Haltung schlug sich nicht im Wechselkurs nieder: GBP/EUR bewegte sich im September seitwärts und GBP/USD ging zurück. Bei letzterem Paar dürfte sich in den nächsten drei Monaten der Kurs umkehren.

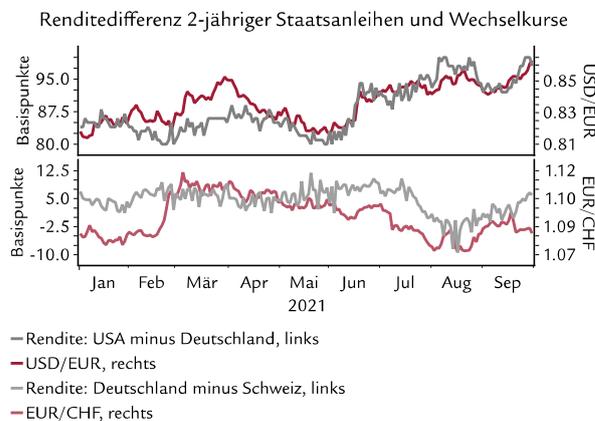
Schweiz

- EUR/CHF schwankte im September zwischen 1.08 und 1.09.
- Da die Renditedifferenz zwischen der Schweiz und Deutschland gering ist und sich angesichts der geldpolitischen Orientierung der SNB an der EZB kaum ändern dürfte, bleiben wir für die nächsten drei Monate bezüglich EUR/CHF neutral.

Japan

- Der JPY verlor vs. den USD im September rund 1%.
- Entsprechend unserer allgemein positiven Sicht auf den USD sehen wir USD/JPY für die nächsten drei Monate positiv.

Renditedifferenzen bleiben ein wichtiger Währungsfaktor



MACROBOND

Im September waren die Markterwartungen für die Geldpolitik erneut der wichtigste Treiber der Devisenmärkte. Obwohl allgemein erwartet wurde, dass das Fed die Märkte verbal auf die bevorstehende Drosselung der Anleihekäufe («Tapering») vorbereiten würde, überraschte das FOMC an seiner September-Sitzung die Anleger mit restriktiven Äusserungen. Grund dafür waren die aktualisierten Leitzinsprognosen der FOMC-Mitglieder (sog. «Dot Plot»), die zeigten, dass die meisten Mitglieder an früheren und steileren Zinsanhebungen interessiert sind. Die aktuelle Medianprognose für Ende 2022 zeigt eine Anhebung um 25 BP, gefolgt von zwei oder gar drei weiteren Erhöhungen 2023. Dadurch stieg die zweijährige Rendite von US-Staatsanleihen an, während sich die zweijährigen Renditen in Europa viel weniger bewegten, was zu einer grösseren Zinsdifferenz und einem tieferen EUR/USD-Kurs führte. Tatsächlich lassen sich die Bewegungen von EUR/USD dieses Jahr am besten mit der Zinsdifferenz («Carry») erklären (siehe Grafik), und das Carry-Argument dürfte den USD vs. allen Hauptwährungen weiterhin stützen. Das Carry, oder besser das Fehlen des Carry, bleibt auch das Hauptargument für unsere neutrale Sicht auf EUR/CHF. Die einzige Hauptwährung, die vs. den USD aufwerten dürfte, ist das GBP. Infolge der restriktiveren Haltung der Bank of England, die ihren Leitzins bereits im Q1 2022 anheben dürfte, kletterten die zweijährigen Renditen britischer Anleihen zum ersten Mal seit 2015 über das Niveau ihres US-Pendants. Trotz dieser Carry-Verlagerung kam es im September bei GBP/USD zu einem Ausverkauf – eine Bewegung, die sich in den nächsten drei Monaten zumindest teilweise umkehren 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.

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.