

März 2020

Zinsen und Anleihen

Die Märkte können es nicht mehr ignorieren

USA

- Die USA lieferten im Februar starke Wirtschaftszahlen, was die Rally von risikobehafteten Anlagen befeuerte. Die Rally nahm nach den äusserst schwachen Dienstleistungs-PMI und der Ausbreitung des Coronavirus ausserhalb Chinas ein Ende.
- Die Zinsen sanken und die Märkte preisten zuletzt vier Zinssenkungen durch das Fed über die nächsten 12 Monate ein. Dies scheint uns übertrieben, falls das Coronavirus ein temporärer Schock für die Weltwirtschaft bleibt.

Eurozone

- Europas Wirtschaftsdaten sind gemischter, Umfragen überraschten jedoch positiv. In Deutschland verbesserten sich der Produktions-PMI und der ifo-Stimmungsindikator.
- Gegen Ende Februar jedoch schlug die Stimmung bei den Anlegern aufgrund des Coronavirus um, wodurch sich die Kreditspannen ausweiteten und die Renditen auf Staatsanleihen sanken.

Grossbritannien

- Die grössere politische Stabilität in Grossbritannien und die Erwartung eines expansiven Haushalts führten zu besseren Wirtschaftsdaten.
- Angesichts der besseren Daten und des jüngsten Inflationsanstiegs dürfte die Bank of England die Zinsen unverändert lassen.

Schweiz

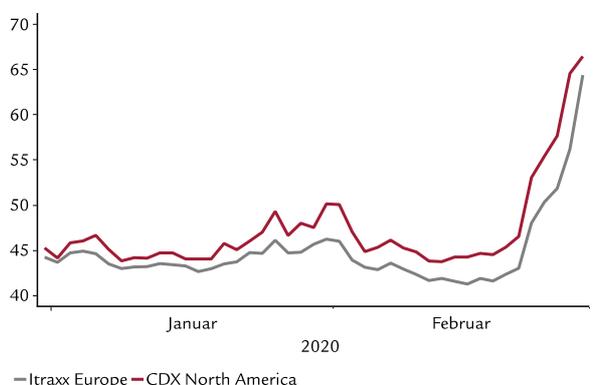
- Der starke Franken setzt die SNB unter Druck. Wir glauben aber, dass die Hürden für Devisenmarktinterventionen höher geworden sind, seit das US-Finanzministerium die Schweiz erneut auf die Watchlist für Währungsmanipulation gesetzt hat.

Japan

- Die Konsumsteueranhebung und der Coronavirus-Ausbruch versetzten der japanischen Wirtschaft einen grossen Dämpfer, was mehr geldpolitische Stimulierung auslösen könnte.

CDS-Indizes reagieren auf Ausbreitung des Coronavirus

CDS-Indizes für Investment Grade Anleihen (Credit Default Swaps)



MACROBOND

Die vergangenen Tage haben uns eindrücklich aufgezeigt, wie schnell die Stimmung an den Finanzmärkten umschlagen kann. Das Coronavirus wurde lange unterschätzt. An den Aktienmärkten folgte ein Hoch auf das andere und die Kreditpannen verengten sich stetig. Hohe Liquidität, die Jagd nach Rendite sowie eine gewisse Nachlässigkeit trieben die Anleger noch weiter in Risikoanlagen. Additional-Tier-1-Papiere (AT1) und hybride Unternehmensanleihen, die zu den risikoreichsten festverzinslichen Anlagen gehören, performten trotz winzigen Renditen immer besser. Die 10-jährige Staatsanleihe von Griechenland, einem Land, das noch vor nicht so langer Zeit fast zahlungsunfähig war, lieferte Verfallrenditen von unter 1%. Die Risiken wurden also unterschätzt; die Ausbreitung des Coronavirus ausserhalb von China liess die Anlegerstimmung umschlagen und in «sichere Häfen» flüchten. Die noch vor ein paar Tagen so beliebten Papiere sind schon um mehrere Punkte gefallen. Griechische Staatsanleihen brachen ein und die Performance der Aktienmärkte seit Jahresbeginn wurde in nur zwei bis drei Tagen zunichte gemacht. Derzeit ist schwierig abzuschätzen, wo und wie stark sich das Virus ausbreiten wird. Wir nehmen folglich bezüglich Kreditrisiken und Duration von Staatsanleihen eine neutrale Haltung ein.

Aktien

Katerstimmung macht sich breit

USA

- Bei Redaktionsschluss war das Coronavirus in den USA einigermaßen unter Kontrolle. Dennoch erkannten die Anleger, dass US-Firmen gegen die Auswirkungen der Epidemie nicht gefeit waren.
- US-Firmen spüren nicht nur den tieferen Absatz in China, sondern auch die Unterbrechungen von Lieferketten, die problematischer werden, je länger die Krise dauert.
- Der Gewinnkonsens für den S&P 500 wurde um durchschnittlich rund 3% gesenkt, weil fast die Hälfte der kotierten Firmen tiefere Gewinne abwerfen dürften als Anfang 2020 erwartet.

Eurozone

- Die Aktienmärkte der Eurozone erhielten durch die Ausbreitung des Virus in Italien einen starken Dämpfer und sanken weiter, als das Virus auf andere europäische Länder übergriff.
- Wir halten an unserer vorsichtigen Einschätzung zu Aktien der Eurozone fest.

Grossbritannien

- Bei britischen Aktien hielt die markante Unterperformance auch im neuen Jahr an.
- Neben den Coronavirus-Ängsten leidet der britische Aktienmarkt unter grosser politischer Unsicherheit in Bezug auf Verhandlungen mit der EU, die sich über die nächsten Monaten hinziehen werden.

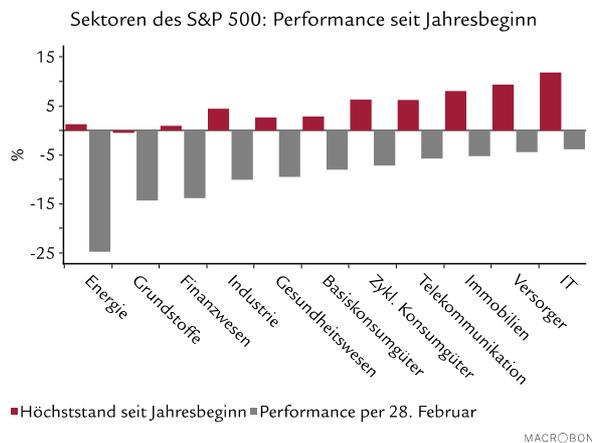
Schweiz

- Auch Schweizer Aktien litten unter dem Coronavirus-Ausbruch in Europa, aber der Markt ging seit Anfang Jahr weniger stark zurück als europäische Indizes.
- Aktien aus den eher konservativen Sektoren Telekommunikation und Gesundheitswesen dürften ihre Outperformance fortsetzen, während das Luxusgütersegment stark vom Virus betroffen ist.

Japan

- Die Auswirkungen des Virus sind in Japan gross, direkt wie auch indirekt über schwächere Nachfrage aus China. Japanische Aktien entwickelten sich seit Jahresbeginn daher unterdurchschnittlich.
- Wir sehen nichts, was uns bezüglich dieses Markts positiv stimmen könnte. Wir behalten also unsere Untergewichtung in japanischen Aktien bei.

Ist alles schlecht? Grosse Abweichungen zwischen Sektoren



Bis Mitte Februar 2020 scheint sich der Aktienmarkt auf andere Fundamentaldaten gestützt zu haben als andere Märkte. Während Anleger zunehmend Staatsanleihen und Gold nachfragten, was auf eine Flucht in sichere Anlagen hindeutet, begannen die Aktienmärkte erst zu korrigieren, als das Virus in der letzten Februarwoche auf Europa übergriff. Da der Effekt des Coronavirus überall auf der Welt beträchtlich ist, schafft geografische Diversifikation aktuell kaum Abhilfe. Die Lage sieht jedoch anders aus, wenn man die Aktienmarktsektoren betrachtet. Der US-Energiesektor zum Beispiel, der unter dem starken Ölpreissrückgang leidet, ist seit Jahresbeginn um über 20% eingebrochen, während der IT-Sektor im S&P 500 relativ unversehrt blieb. Viele Anleger haben jedoch Restriktionen bei den Sektorgewichtungen und «Market Timing» bei der Sektorallokation ist generell sehr schwierig. Unser Fokus auf defensive Strategien kommt uns in diesem Marktumfeld zugute. Mit Put-Optionen abgesicherte Strategien konnten den jüngsten Einbruch abfedern. Wir setzen angesichts der grossen Unsicherheit ebenfalls auf Minimum-Volatility-Strategien. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Anleger mit diesen Strategien bei einer Erholung nach grossen Korrekturen gut partizipieren können. Aber die zentrale Frage ist: Wie lange wird das Coronavirus die Anleger noch beunruhigen? Die Frage lässt sich wegen der Unvorhersehbarkeit einer Epidemie nur schwer beantworten. Wir wissen aber, dass Lieferketten wohl noch länger unterbrochen sein werden und die Ungewissheit bezüglich der wirtschaftlichen Folgen der Epidemie gross bleibt. Daher halten wir auch im März an unserer defensiven Positionierung bei Aktien fest.

Währungen

USD dürfte wieder erstarren

USA

- Der USD profitierte Ende Februar nicht von der Flucht in sichere Anlagen. Als sich das Virus in Europa zu verbreiten begann, erwarteten die Märkte zunehmend US-Leitzinssenkungen, was die Zinsdifferenzen verringerte und den USD belastete.
- Wir halten das Ausmass dieser Zinserwartungen für übertrieben. Sobald die Märkte die Erwartungen an das Fed neu einpreisen, könnte dies dem USD Auftrieb geben, besonders in einem Umfeld von anhaltender «Outperformance» der US-Wirtschaft im Vergleich zu Europa.

Eurozone

- Obwohl sich das Coronavirus in Europa zunehmend ausbreitete, erholte sich der EUR vs. den USD überraschend, weil sich die Zinsdifferenzen verringerten.
- Wir bleiben bei unserer negativen Einschätzung zu EUR/USD. Die Wirtschaft der Eurozone wird aufgrund des Virus kurzfristig unter noch mehr Abwärtsdruck geraten, was die Währung schliesslich belasten dürfte.

Grossbritannien

- Im ersten Monat nach dem Brexit verzeichneten die GBP-Wechselkurse erneut Schwächen.
- Unsere Haltung gegenüber GBP/USD ist neutral. Die lockerere Fiskalpolitik wird die britische Wirtschaft 2020 zwar stützen, aber die knapp bemessene Zeit für die Verhandlungen mit der EU wird die Unsicherheit hoch halten.

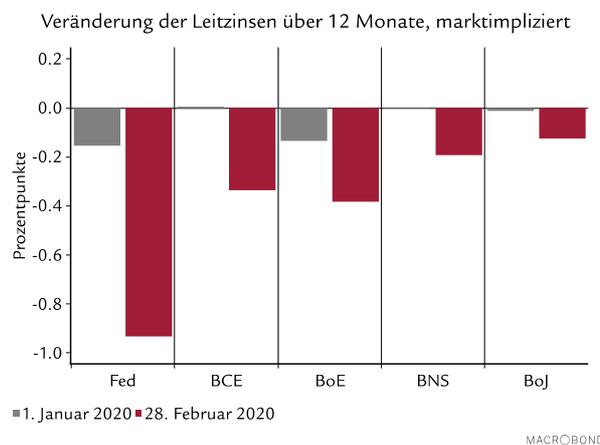
Schweiz

- Die Aufwertung des CHF vs. den EUR nahm Mitte Februar ein Ende und der Kurs pendelte sich leicht über 1.06 ein.
- Wir sehen nicht viel weiteres Aufwertungspotenzial vs. EUR und halten deshalb an unserer neutralen Sicht auf das Währungspaar fest.

Japan

- USD/JPY war im Februar sehr volatil, was die Unsicherheit der Anleger widerspiegelt, als sie die Auswirkung der flauen Wirtschaftsdaten und der Coronavirus-Epidemie in Japan einzuschätzen versuchten.
- Wir erwarten weitere negative Meldungen zur japanischen Wirtschaft, die sich nun in einer technischen Rezession befinden dürfte. Wir halten daher an unserer positiven Sicht auf USD/JPY fest.

Zinssenkungserwartungen belasten USD



Thema Nr. 1 an den Finanzmärkten ist das Coronavirus: Die Ansteckungsraten stiegen in der letzten Februarwoche in Europa massiv an. Während sichere Anlagen wie Staatsanleihen und Gold boomen, schwächten sich Fluchtwährungen wie CHF und USD in den letzten Tagen ab. Dies dürfte auf die verringerten Zinsdifferenzen zurückzuführen sein. Die Zinserwartungen des Markts für die nächsten 12 Monate sanken in den USA drastisch, mehr als in anderen Industriestaaten, wo Zentralbanken bereits mit rekordtiefen Leitzinsen agieren (siehe Grafik). Wir finden die aktuelle Markteinpreisung für das Fed zu aggressiv und sehen somit Potenzial für einen Anstieg der marktimplizierten Leitzinsen, sobald sich die Coronavirus-Risiken abschwächen. Dies dürfte den USD schliesslich wieder stützen. Für den USD spricht zudem die anhaltende Outperformance der US-Wirtschaft im Vergleich zu Europa, was uns zu einer positiven Einschätzung des USD gegenüber CHF und EUR verleitet. Wir erwarten derzeit keine weitere Aufwertung des CHF und halten deshalb an unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF fest. Derweil leidet Japans Wirtschaftsdynamik gleich doppelt: einerseits unter der Konsumsteueranhebung, andererseits unter den Folgen des Coronavirus. In diesem schwachen Wirtschaftsumfeld verlor der JPY im Februar vorübergehend seinen Status als «sicheren Hafen», was sich mit unserer früheren Einschätzung deckt. Wir erwarten, dass der JPY gegenüber dem USD im nächsten Monat nach wie vor zur Schwäche tendiert.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
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 das Economics Department, 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 worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie 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 die 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 Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, und die 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.