

April 2020

## Zinsen und Anleihen

Der Monat der Superlative

### USA

- Wir sehen langsam die ersten Auswirkungen der Coronavirus-Krise auf die US-Wirtschaft: rekordhohe Anzahl Neuanträge auf Arbeitslosenhilfe und tauchende Stimmungsindikatoren.
- Das Fed senkte seine Leitzinsen um 150 Basispunkte (BP) und führte eine unlimitierte quantitative Lockerung ein. Derweil verabschiedete die Regierung ein Konjunkturprogramm von USD 2 Billionen.

### Eurozone

- Die Pandemie zwang die Regierungen zu strengen Eindämmungsmassnahmen. Erwartungsgemäss ist die Konjunktur eingebrochen. Fast alle Indikatoren signalisieren eine Rezession.
- Mit Fiskalpaketen soll die wirtschaftliche Auswirkung der Pandemie aufgefangen werden, während verstärkte EZB-Anleihenkäufe und mehr Flexibilität bei deren Umsetzung bisher einen Ausverkauf bei Peripherieanleihen verhindern konnten.

### Grossbritannien

- Die Fallzahlen in Grossbritannien dürften in den kommenden Wochen aufgrund der spät eingeführten Eindämmungsmassnahmen stark steigen.
- Die BOE senkte die Zinsen um 65 BP und lancierte ein Anleihenkaufprogramm von GBP 200 Mrd.

### Schweiz

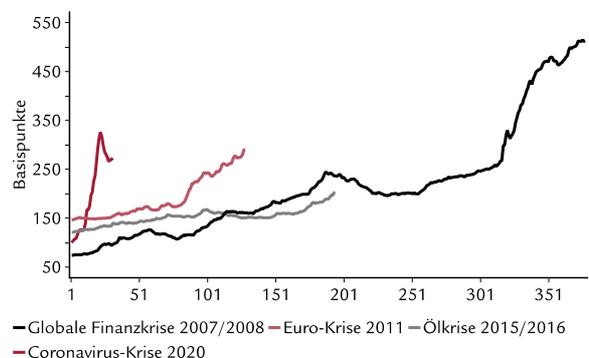
- Die Schweiz ist von der Pandemie stark betroffen und dürfte eine tiefe Rezession vor sich haben.
- Die SNB hat bisher neben Devisenmarktinterventionen keine aussergewöhnlichen Massnahmen ergriffen, aber der Staat gewährte Firmen Darlehensgarantien und weitete sein Kurzarbeitsprogramm aus.

### Japan

- Japan scheint den Virus besser im Griff zu haben als andere Länder, aber die Wirtschaft wird dieses Jahr trotzdem stark schrumpfen.
- Die BOJ liess die Zinsen unverändert, verstärkte aber ihre Aktien-ETF-Käufe.

### Die plötzliche Rezession

Ausweitung der Kreditspanne in Krisen: Anzahl Tage vom Start bis zum Höhepunkt (Barclays Global Aggregate Corporate)



MACROBOND

Rezessionen treffen die Finanzmärkte in der Regel überraschend, auch dieses Mal. Aber eine so schnelle Korrektur gab es noch nie. Aktien, Unternehmensanleihen und sogar Gold wurden verkauft, weil die Anleger kaum Liquidität für Mittelabflüsse und Nachschusspflichten finden konnten. Die Märkte verzerrten sich durch den grossen Liquiditätsengpass stark. Sogar sichere Staatsanleihen wurden verkauft, und die Kreditkurven am Anleihenmarkt invertierten. Erst als die Zentralbanken die Geldschleusen öffneten, sank die Volatilität und die Märkte normalisierten sich wieder. Im März weiteten sich die Kreditspannen von EUR- und USD-Unternehmensanleihen um 125 bzw. 150 Basispunkte aus. Die Gesamtrenditen in diesem Monat waren mit  $-6.9\%$  bzw.  $-7.1\%$  stark negativ. Wir erwarten für das 2. Halbjahr 2020 zwar eine U-förmige Erholung der Konjunktur in Industrieländern, aber die nächsten drei Monate werden schwierig und ungewiss sein. Wir halten daher an unserer defensiven Positionierung bei Unternehmensanleihen fest. Wir neigen zu Sektoren wie Versorger und Telekommunikation und bleiben bei zyklischen Konsumgütern und im Finanzwesen vorsichtig. Wir halten zudem an unserer leichten Durationsübergewichtung fest.

# Aktien

Volatilität bleibt hoch

## USA

- Die Wirtschaftsaussichten haben sich in den USA drastisch verschlechtert, seit das Land zum Brandherd der Pandemie geworden ist. Während sich die Neuansteckungen in Europa stabilisieren, wachsen die Zahlen in den USA immer noch exponentiell.
- Der Staat antwortete mit einem gewaltigen Hilfspaket von USD 2 Billionen, was den Aktienmarkt Ende März beruhigte. Dennoch dürfte die Arbeitslosigkeit im April/Mai weiter auf 10 bis 15% zunehmen, weil es kein landesweites Kurzarbeitsprogramm gibt.
- Angesichts der trüben kurzfristigen Aussichten erwarten wir nächstens keine Outperformance von US-Aktien und sind folglich neutral positioniert.

## Eurozone

- Umfassende Lockdowns stürzten die Eurozone im 1. Halbjahr 2020 in eine Rezession. Eurozonen-Aktien brachen im März um 20% ein. Die Aktienmärkte der besonders vom Virus betroffenen Länder Italien und Spanien verloren überdurchschnittlich stark.
- Unklar ist, wann sich die Wirtschaftslage erholt, aber zumindest scheinen sich die Neuansteckungen zu stabilisieren. Eurozonen-Aktien dürften sich mindestens gleich wie globale Aktien entwickeln.

## Grossbritannien

- Die Strategie der Herdenimmunität wurde schnell wieder verworfen, und das Land verordnete etwas später als Kontinentaleuropa strenge Lockdowns.
- Es dürfte also etwas länger dauern, bis die Pandemie hier unter Kontrolle ist. Die Unterperformance britischer Aktien seit Jahresbeginn dürfte in den kommenden Monaten trotz attraktiven Bewertungen und Dividendenrenditen anhalten.

## Schweiz

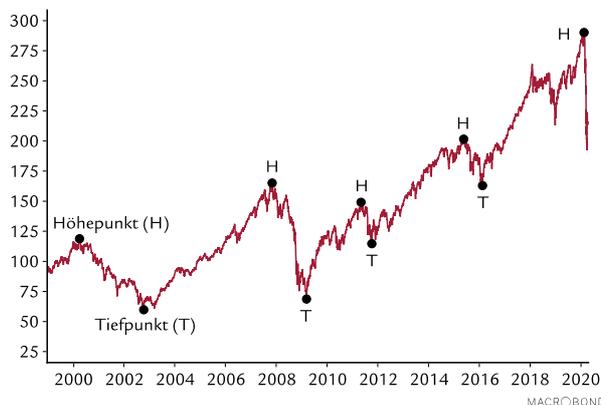
- Schweizer Aktien entwickeln sich seit Anfang Jahr wegen ihrer generell defensiven Ausrichtung weit besser als globale Aktien.
- Dies dürfte angesichts der grossen Ungewissheit auch so bleiben.

## Japan

- Japan hatte bisher die Pandemie besser im Griff als andere Industrieländer und profitiert zudem von der nun einsetzenden Erholung in China.
- Japanische Aktien erzielten im März somit eine Outperformance.

## Rauf und runter und wieder rauf?

Weltaktienindex, Gesamtrenditen (MSCI All Country World USD)



Die Coronavirus-Pandemie löste eine der schnellsten Aktienmarktkorrekturen der Geschichte aus. Die Rezession schlägt sich zwar erst jetzt allmählich in den Wirtschaftsdaten nieder, aber die Anleger fragen sich bereits, ob sie ihren Aktienanteil wieder aufstocken sollten. Das überrascht nicht, denn die Märkte durchschreiten die Talsohle meist deutlich früher als die Konjunkturzahlen. Für eine positivere Einschätzung müssen unseres Erachtens zuerst einige Meilensteine erreicht sein. Erstens: effektive Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie. Grossbritannien und die USA hinken diesbezüglich hinterher, aber Lockdowns wurden nun fast überall verfügt. Zweitens: zielgerichtete fiskal- und geldpolitische Massnahmen, um die wirtschaftlichen Folgen aufzufangen. Auch das ist erreicht. Das US-Hilfspaket kam als letztes hinzu und ist der Hauptgrund, wieso sich die Aktienmärkte Ende März stabilisierten. Der nächste Meilenstein ist medizinischer Natur: Die Infektionskurve muss sich in Europa und den USA verflachen. Darauf muss ein effizientes Test- und Nachverfolgungsregime folgen. Erst dann ist, wie in China, eine allmähliche Lockerung der Einschränkungen denkbar. Diesbezüglich ist der Ausblick sehr ungewiss. Zudem hängt über Asien noch immer das Damoklesschwert einer zweiten Infektionswelle. Daher dürfte die Volatilität hoch bleiben. Wir bleiben im nächsten Monat in Aktien untergewichtet. Langfristige Anleger könnten jedoch über solche kurzfristigen Unsicherheiten hinwegsehen. In den letzten 20 Jahren verzeichnete der Aktienmarkt einige grosse Einbrüche (s. Grafik). Sie alle haben eines gemeinsam: Langfristig erholten sich die Indizes immer über die Vorkrisenhochs hinaus. Bei der «Coronavirus-Krise» dürfte dies nicht anders sein.

## Währungen

Mehr Vorsicht beim USD, da Zinsvorteil verblasst

### USA

- Die USD-Wechselkurse schwankten im März ungewöhnlich stark. Die notfallmässigen Zinssenkungen durch das Fed belasteten den USD bis Anfang März, bevor Liquiditätsengpässe im USD-Geldmarkt den «Greenback» etwas steigen liessen.
- Infolge der starken Zinssenkungen ist der USD-Zinsvorteil verblasst. Daher erwarten wir nun kurzfristig einen leicht schwächeren USD.

### Eurozone

- Nach grossem Auf und Ab schloss EUR/USD den März auf dem Niveau vom Monatsbeginn.
- Unsere EUR/USD-Sicht ist für die nächsten drei Monate positiv. Neben geringeren Zinsdifferenzen änderte sich auch an der «Corona-Front» die Dynamik. Der relative US-Ausblick verschlechterte sich jüngst drastisch, da die Fälle weiter zunehmen, während sich in Europa eine Stabilisierung abzeichnet.

### Grossbritannien

- Im März büsste das GBP gegenüber dem USD zeitweise fast 13% an Wert ein. Die Gründe: tiefere Ölpreise, die sich zuspitzende Epidemie in Grossbritannien und die Ankündigung massiver Konjunkturspritzen bei chronischem Leistungsbilanzdefizit.
- Das GBP erholte sich Ende März zwar etwas, aber wir sehen weiteres Aufwärtspotenzial für GBP/USD, was sich mit unserer negativen kurzfristigen Sicht auf den USD deckt.

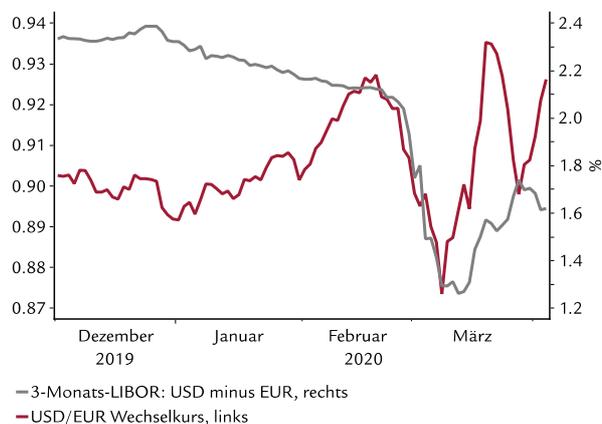
### Schweiz

- Der CHF blieb im März gegenüber dem EUR unter Aufwertungsdruck.
- Anhaltende SNB-Devisenmarktinterventionen beschränken das Abwärtspotenzial von EUR/CHF.

### Japan

- Wie andere USD-Wechselkurse schwankte USD/JPY im März stark. Dennoch fiel die JPY-Aufwertung seit Anfang Jahr trotz den Turbulenzen an den Aktienmärkten verhalten aus.
- Konsistent mit unserem vorsichtigen Ausblick zum USD ist unsere Einschätzung zu USD/JPY negativ.

### USD-Liquiditätsengpass sorgt für USD-Anstieg im März



MACROBOND

Von 2017 bis 2019 nahm die implizite Volatilität an den Devisenmärkten laufend ab und erreichte Mitte Februar 2020 ein Mehrjahrestief. Auch in Zeiten grosser Unsicherheit bei Risikoanlagen (z. B. Ende 2018) blieben die Devisenmärkte überraschend ruhig. Mit dem Coronavirus änderte sich dies plötzlich. Seit Mitte Februar stieg die implizite Volatilität stark an, und insbesondere der USD schwankte stark. Der erste Schock waren zwei notfallmässige Zinssenkungen durch das US Fed auf fast null. Diese schmäleren oder eliminierten gar den USD-Zinsvorteil im Vergleich zu anderen Hauptwährungen. Die resultierende USD-Abwertung kehrte sich schnell um, als sich plötzlich Liquiditätsengpässe im USD-Geldmarkt abzeichneten. Die (Re-)Finanzierung in USD wurde folglich teurer, was sich in grösseren Zinsdifferenzen in unbesicherten Märkten (LIBOR) und höheren Aufschlägen bei Währungsswaps widerspiegelte (sog. Ausweitung der USD-Cross-Currency-Basis). Das Liquiditätsproblem wurde mit einer global koordinierten Massnahme der wichtigsten Zentralbanken gelöst. Das erste Problem, der verblasende USD-Zinsvorteil, dürfte in den kommenden drei Monaten dominieren. Daher ist unsere Sicht auf USD gegenüber EUR, CHF, GBP und JPY negativ. Zudem traf das Coronavirus nun auch die US-Wirtschaft, wodurch der USD als Fluchtwährung gegenüber CHF und JPY etwas an Attraktivität einbüßen könnte. Der CHF blieb im März vor allem gegenüber EUR unter Aufwertungsdruck. Dies wird sich nicht ändern, solange der Wirtschaftsausblick ungewiss bleibt. Die laufenden Devisenmarktinterventionen der SNB dürften jedoch den Aufwertungsdruck abfedern.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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 oder verwendet 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.