

Juli 2020

Zinsen und Anleihen

Es kann nur noch aufwärts gehen

USA

- Die Erholung der Wirtschaftsdaten und der Stimmungsindikatoren war in den USA besonders stark, ging in grossen Teilen des Landes aber mit einem Neuanstieg der COVID-19-Ansteckungen einher.
- Das Fed kauft weiter US-Treasuries in beispielloser Höhe und begann nun auch mit dem Kauf von Unternehmensanleihen.

Eurozone

- Die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone lagen klar über den Erwartungen, da die Wirtschaft wieder heraufgefahren wurde und die Ansteckungen unter Kontrolle zu sein scheinen.
- Die EZB erhöhte ihr Anleihekaufprogramm um EUR 600 Mrd. und verlängerte es bis Juni 2021.

Grossbritannien

- Wie im restlichen Europa übertrafen Stimmung und harte Wirtschaftsdaten mit der Wiederöffnung die Konsensuserwartungen.
- Die BoE erhöhte an der Juni-Sitzung ihr Anleihekaufziel, aber das Tempo der Käufe wird im zweiten Halbjahr abnehmen.

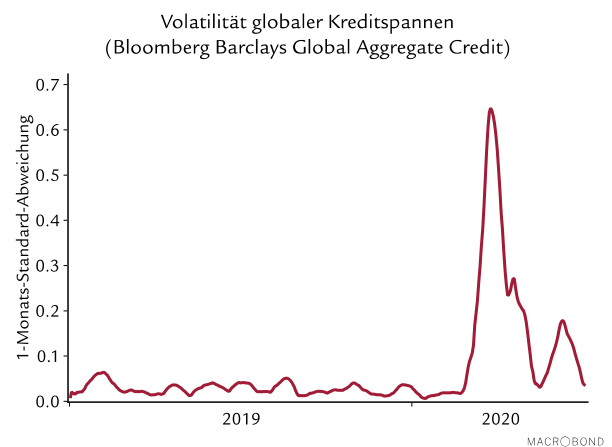
Schweiz

- Die Schweizer Binnenwirtschaft erholt sich schnell von der Krise, aber die Auslandsnachfrage bleibt flau.
- Der Druck auf dem CHF liess in den letzten Wochen nach, aber die SNB dürfte bei Bedarf wieder intervenieren. Wir erwarten derzeit keine weiteren Zinssenkungen.

Japan

- Japans Dienstleistungssektor erholt sich nach der Aufhebung des Notstands, aber die Produktion liegt weiterhin brach.
- Die BoJ änderte ihre Geldpolitik nicht. Wir erwarten keine grossen politischen Neuerungen in den kommenden Monaten.

Im Vorjahresvergleich weiterhin hohe Volatilität



Die COVID-19-Rezession wird als eine der schwersten, aber wohl kürzesten Rezessionen aller Zeiten in die Geschichte eingehen. Im Juni verengten sich die Kreditspannen in EUR um 22 Basispunkte, in USD um 23 Basispunkte, reibungslos ging dies mit täglichen Bewegungen von bis zu 14 Basispunkten aber nicht über die Bühne. Die Spread-Volatilität ist trotz der Zentralbankhilfe immer noch fünf Mal höher als letztes Jahr. Einmal unten, kann es nur noch aufwärts gehen. So hat sich die Wirtschaftsdynamik verbessert, aber die Aktivität bleibt flau. Es scheint, als würden schwache Fundamentaldaten durch starke technische Faktoren in Form fiskal- und geldpolitischer Unterstützung kompensiert. Das Marktgeschehen bleibt eine Gratwanderung. Der Peak bei den Spreads liegt hinter uns, aber das Tempo des Rückgangs und die allgemeinen Niveaus widerspiegeln die wirtschaftliche Realität kaum. Die Firmenverschuldung war schon vor dem Abschwung gross und zur Stärkung der Liquidität fügten Firmen ihrer bereits strapazierten Bilanz weitere Schulden hinzu. Wegen tieferer Gewinne infolge flauer Nachfrage besteht das Risiko neuer Herabstufungen und Ausfälle. Daher bleiben wir beim Kreditrisiko vorsichtig, v. a. in stark exponierten Sektoren wie Reisen und Freizeit, die von sozialer Interaktion abhängen. Die Zinsen dürften noch länger niedrig bleiben, was unsere neutrale bis leicht lange Duration erklärt.

Aktien

Ein steiniger Weg liegt vor uns

USA

- Jüngste Wirtschaftsdaten überraschten positiv, ganz zur Freude des Aktienmarkts. Der erneute Anstieg von COVID-19-Infektionen könnte den Spass verderben, obwohl es einige Wochen dauern wird, bis sich der Effekt in den Zahlen niederschlägt.
- Anleger müssen aber auch die klar expansive Haltung des Fed berücksichtigen, welche den Markt stützen dürfte.
- Insgesamt dürften sich diese zwei Faktoren neutralisieren, aber die starke Unterstützung durch das Fed könnte wieder leicht für den US-Markt sprechen.

Eurozone

- Die Länder der Eurozone konnten ihre Lockdowns weitgehend wie geplant lockern. Aber die klar weniger positiven Wirtschaftsdaten verglichen mit den USA und die Auffassung, dass die EZB weniger akkommodierend als das Fed ist, hemmen den Aktienmarkt.
- Andererseits gibt die moderatere Markterholung der Eurozone die Chance, zum US-Aktienmarkt aufzuschliessen.

Grossbritannien

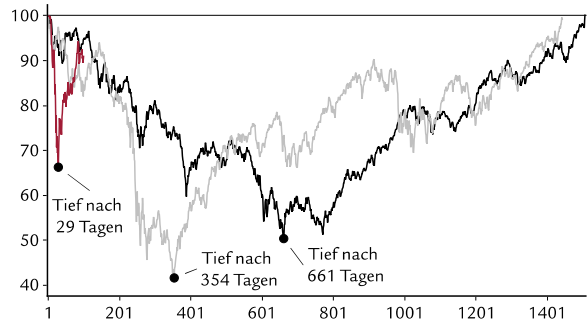
- Die Unterperformance des britischen Markts ist auf eine Reihe von Problemen zurückzuführen, wie die ungelöste Brexit-Frage und die weniger effektive Pandemiebewältigung als in anderen Ländern.
- Da sich die diesbezügliche Lage so bald nicht ändern dürfte, sieht es für den britischen Aktienmarkt nicht rosig aus. Hinzu kommt, dass sich die Sektorzusammensetzung im aktuellen Wirtschaftsumfeld nachteilig auswirkt.

Schweiz

- Während die defensive Ausrichtung des Schweizer Aktienmarkts im ersten Quartal ein Vorteil war, ist sie heute der Hauptgrund für die vergleichsweise bescheidene Performance.
- Obgenanntes Muster wird fortbestehen: erneute globale Unsicherheit könnte den Schweizer Markt künftig wieder stützen.
- Dagegen werden sich die Schweizer Indizes weiter unterdurchschnittlich entwickeln, solange die globale Anlegerstimmung positiv bleibt.

Ist es dieses Mal anders?

Globale Aktien (MSCI AC World): Anzahl Handelstage zwischen Beginn der Korrektur und Rückkehr auf Vorkrisenniveau



— COVID-19 Rezession — Finanzkrise 2008 – 2009/2001 Rezession

MACROBOND

In den letzten Wochen war die überraschend schnelle Erholung der Aktienmärkte nach der Korrektur im ersten Quartal 2020 in aller Munde: Wie können die Aktienmärkte bei dermassen schwachen globalen Fundamentaldaten steigen? Skeptiker haben diese Phase mit anderen Krisen verglichen (wie beispielsweise in den Jahren 2001 und 2008, siehe obenstehende Grafik) und kommen zum Schluss, dass das Schlimmste noch kommen könnte.

Während 2001 und 2008 die Folge von Finanzmarktexzessen waren und das Finanzsystem blockierten (jedoch auf unterschiedliche Weise), ist die COVID-19-Krise eher eine Naturkatastrophe. Solange also die Gesundheitslage nicht ausser Kontrolle gerät und die kurzfristigen Folgen für die Wirtschaft mit geld- und fiskalpolitischen Mitteln eingeschränkt werden können, dürfen die Märkte die aktuelle Lage ruhig ignorieren und in die Zukunft blicken. Rückschläge in Form von erneut steigenden Fallzahlen, oder negativer Nachrichten auf Unternehmensebene bleiben ein wahrscheinliches Szenario. In den nächsten Wochen liegt also ein steiniger Weg vor uns und wir haben uns auf erhöhte Volatilität vorzubereiten, nicht zuletzt weil sich die Märkte auch wieder mit den Problemen befassen müssen, die vor dem Lockdown ungelöst blieben. Zu nennen sind der Handelsstreit und der Brexit, aber auch die Krise in Deutschlands Automobilindustrie.

Währungen

Politische Risiken sprechen für einmal für den Euro

USA

- Im Juni nahm die Risikoaversion in den Finanzmärkten zu und Fluchtwährungen wurden gestützt. Die grosse Ausnahme war der USD, weil viele der Risiken als negativ für den US-Ausblick angesehen wurden (US-Politik, Verlauf der Ansteckungszahlen).
- Diese Risiken werden in den nächsten drei Monaten bestehen bleiben, was den USD unter Druck halten dürfte, auch wenn die effektiven Wirtschaftsdaten unsere Prognose einer allmählichen Wirtschaftserholung im dritten Quartal bestätigten.

Eurozone

- Nach einer starken Rally im Mai lag EUR/USD im Juni bei 1.12 bis 1.13.
- Unsere Sicht auf EUR/USD ist positiv, denn die politischen Risiken sind in den USA etwas höher als in Europa. In Europa wird eine Einigung über den vorgeschlagenen Hilfsplan an der Sondertagung des EU-Rats im Juli immer wahrscheinlicher.

Grossbritannien

- Da sich gute und schlechte Wirtschaftsmeldungen im Juni abwechselten, schwankte GBP/USD um rund 1.25.
- Wir erwarten für die nächsten drei Monate keine grossen Fortschritte bei den Verhandlungen mit der EU und glauben, dass die Dinge zunächst schlechter werden müssen, bevor sie sich verbessern können (wie schon im Laufe von 2019). Daher ist unsere Sicht auf GBP vs. USD und EUR negativ.

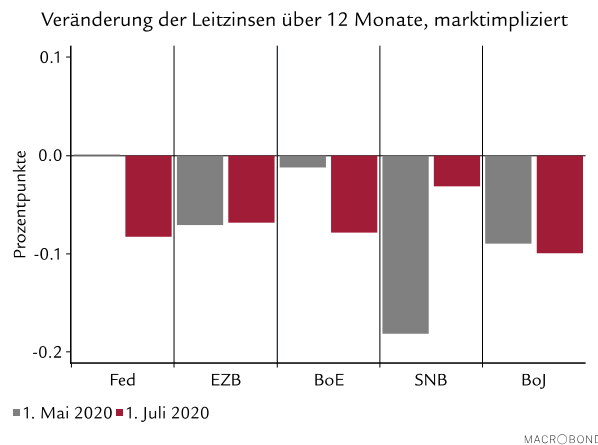
Schweiz

- Im «Risk-off»-Umfeld war der CHF im Juni auf handelsgewichteter Basis eine der Währungen mit der besten Performance.
- Der CHF wird zwar zum EUR unter Aufwertungsdruck bleiben, aber die Devisenmarktinterventionen der SNB limitieren das Kurspotenzial. Daher ist unsere Sicht neutral auf aktuellem Niveau.

Japan

- Wie der CHF wertete der JPY als alternative Fluchtwährung im Juni auf handelsgewichteter Basis auf.
- Da die politischen Risiken in den nächsten drei Monaten hoch bleiben dürften, ist unsere Sicht auf USD/JPY negativ.

Leitzinssenkungen durch die SNB ausgepreist




Die Rückkehr politischer Spannungen wie der Sino-Amerikanische Handelsstreit und steigende COVID-19 Fälle in den USA sorgten bei Risikoanlagen im Juni für Unruhe, unterstützten sichere Anlagen wie das Gold oder den Schweizer Franken und beendeten die Rally des zyklischen Euro. Letzeter bewegte sich im Juni zu US Dollar seitwärts, kam gegen den Franken aber unter Druck. Dem Schweizer Franken kam nicht nur seine Eigenschaft als Fluchtwährung zugute, sondern auch die Tatsache, dass der Markt sich über die letzten zwei Monate von der Erwartung weitere Zinssenkungen durch die Schweizerische Nationalbank verabschiedet hat (siehe Grafik). Bei anderen Zentralbanken blieben die marktimplizierten Leitzinserwartungen weitgehend stabil oder sanken gar leicht.

Kleinere Zinsdifferenzen reduzierten nicht nur die Opportunitätskosten der CHF-Haltung, sondern führten auch zu einem verblassenden US Dollar-Zinsvorteil gegenüber anderen Industrieländerwährungen. Vor diesem für den USD bereits ungünstigeren Hintergrund könnte der EUR/USD-Wechselkurs in den nächsten drei Monaten steigen. Zunehmende COVID-19-Fälle und die näher rückenden Wahlen dürften die politische Stimmung in den USA trüben, während die Politik in Europa positiv überraschen könnte, da zum vorgeschlagenen EU-Hilfsplan im Juli eine Einigung erzielt werden dürfte. Wohlverstanden: mit den Brexit-Verhandlungen stehen erneute Unsicherheiten an, bis es Ende 2020 zu einer Kompromisslösung kommt (unser Basisszenario), aber das Pfund dürfte in diesem angespannteren Klima stärker abwerten als der Euro. Unsere Sicht auf das britische Pfund ist deshalb für die nächsten drei Monaten negativ.

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.