

Mai 2020

Zinsen und Anleihen

Nichts mehr ist tabu

USA

- 30 Mio. Arbeitslosenansprüche gingen in den letzten sechs Wochen ein, während Stimmungsindikatoren in den USA so stark einbrachen wie nie zuvor.
- Immense fiskal- und geldpolitische Pakete verbunden mit der schrittweisen Wiederöffnung der Wirtschaft beruhigten aber zuletzt die Anleihenmärkte.

Eurozone

- Es fehlen noch harte Daten, aber Stimmungsindikatoren signalisieren einen drastischen Konjunkturrückgang mit dem Dienstleistungssektor als grössten Leidtragenden.
- Die EZB kauft unter ihren Wertpapierkaufprogrammen weiterhin Anleihen, während der Fiskalimpuls den negativen Effekt auf die Realwirtschaft abfedert.

Grossbritannien

- Die Einkaufsmanagerindizes fielen im April im Dienstleistungssektor und in der Produktion auf 13.4 bzw. 32.6, was den beispiellosen Wirtschaftsschock infolge der Massnahmen zur Eindämmung des Coronavirus vor Augen führt.
- Die Bank of England kündigte Anleihenkäufe von GBP 200 Mrd. an und senkte die Zinsen um 65 Basispunkte, was die wirtschaftlichen Folgen abfedern dürfte.

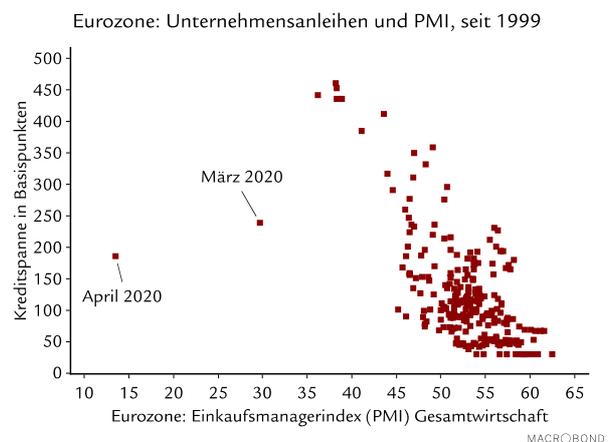
Schweiz

- Die Schweizer Wirtschaft dürfte sich dank der fiskalpolitischen Reaktion und einem günstigen Branchenmix zwar robuster zeigen als im benachbarten Europa, wird aber trotzdem stark schrumpfen.
- Der Fokus der SNB wird auf Deviseninterventionen bleiben, Zinssenkungen sind unwahrscheinlich.

Japan

- Obwohl Japan weniger stark von der Pandemie betroffen ist, dürfte die Konjunktur markant abflauen.
- Die Bank of Japan erweiterte ihre quantitative Lockerung, indem sie die Grenze für Staatsanleihenkäufe aufhob.

April 2020 – schwächere Wirtschaft, aber engere Spreads



Nichts scheint für die Zentralbanken mehr tabu zu sein, um den wirtschaftlichen Schaden der Pandemie zu begrenzen. Unbeschränkte quantitative Lockerung durch die Bank of Japan, direkte Kreditvergabe durch die US-Notenbank an Emittenten von Firmenanleihen und gar Käufe «gefallener Engel» (auf «Ramsch» heruntergestufte Anleihen) sind nun Teil des Instrumentariums. Obwohl sich die Kreditmärkte im April beruhigten (EUR- und USD-Kreditspannen verengten sich um 53 bzw. 71 Basispunkte), bleiben wir bezüglich der jüngsten Marktbewegungen skeptisch. Wir sind mitten in der Berichtssaison. Bisher sanken die Gewinne in Europa um 25%, in den USA um 15%, und die meisten Firmen nahmen ihre Prognosen («Guidance») zurück. Anleger, die immer noch an eine V-förmige wirtschaftliche Erholung glauben, dürften enttäuscht werden. Wir erwarten eine U-förmige Erholung, wobei das Ausmass des Einbruchs wie auch die Dauer der Erholung noch sehr unklar sind. Daher ist es klug, in den kommenden Monaten defensiv zu bleiben. Wir bleiben im Kreditrisiko untergewichtet und suchen dort Zuflucht, wo die Zentralbanken Unterstützung bieten, sprich in kurzfristigen USD-Firmenanleihen und CSPP-Papieren (EZB-Kaufprogramm für Unternehmensanleihen). Die Renditen auf Staatsanleihen dürften sich in engen Spannen bewegen, daher unsere neutrale bis leicht lange Duration.

Aktien

Meilenstein erreicht, Herausforderungen bleiben

USA

- Die USA hinken anderen Industrieländern bei der Verlangsamung der Ansteckungsrate hinterher, beginnen aber trotzdem, die Wirtschaft mit Lockerungen wieder hochzufahren.
- Der historisch tiefe Ölpreis setzt die US-Ölindustrie und verwandte Sektoren unter Druck, die Effekte auf die Gesamtwirtschaft dürften aber beschränkt sein.
- Trotz schwachen Fundamentaldaten behalten wir unsere leichte Übergewichtung in US-Aktien bei. Der US-Aktienmarkt bietet neben einer breiten Diversifikation zahlreiche Titel aus Sektoren wie IT, die von der Pandemie unterdurchschnittlich stark betroffen sind.

Eurozone

- Dank rückläufigen Ansteckungsraten können die meisten Länder ihre Lockdowns schrittweise aufheben. Dieser Prozess dauert aber länger als in Asien oder den USA.
- Wegen der grossen Abhängigkeit vom Welthandel und des ungelösten Schuldenproblems in der Peripherie braucht die Wirtschaft der Eurozone länger für die Rückkehr auf Vorkrisenniveau. Wir bleiben daher in Eurozonenaktien untergewichtet.

Grossbritannien

- Durch die Covid-19-Krise vergisst man leicht, dass die Brexit-Gespräche festgefahren sind.
- Wir erwarten hier keine schnellen Fortschritte, währenddem die Wirtschaft aufgrund des Coronavirus darnieder liegt. Wir bleiben in britischen Aktien untergewichtet.

Schweiz

- Schweizer Aktien sind zwar nicht billig, aber tendenziell defensiv ausgerichtet, was sie im aktuellen unsicheren Umfeld zu einer attraktiven Option macht.
- Wir bleiben daher in Schweizer Aktien neutral.

Japan

- Japan verzeichnet eine zweite Ansteckungswelle, und der Staat hat seine Social-Distancing-Empfehlungen zur Eindämmung der Epidemie verschärft.
- Die Wirtschaftsaussichten trübten sich folglich ein. Wir bleiben in japanischen Aktien untergewichtet.

Aktien erholen sich, Ölpreis auf 21-Jahre-Tief



— Rohölpreis Brent — S&P 500 Index

MACROBOND

Im April setzte sich die Erholung am Aktienmarkt fort, da wir einen weiteren Meilenstein aus der letzten Ausgabe dieser Publikation erreicht haben: einen Peak bei den täglichen Neuankömmlingen gefolgt von weit verbreiteten Plänen zur Lockerung der Eindämmungsmassnahmen. Dennoch beruhte die Erholung auf relativ schwachen Fundamentaldaten. Stimmungsumfragen bei Unternehmen zeigten so schlechte Ergebnisse wie noch nie, und Firmen nahmen aufgrund der grossen Unsicherheit ihre Aussagen zur künftigen Gewinnentwicklung zurück. Auch der starke Rückgang des Brent-Rohölpreises auf das Niveau der späten 1990er-Jahre und die zeitweise negativen Preise für US-Rohöl (WTI) deuten auf einen schweren globalen Nachfrageausfall bei gleichzeitig vollen Lagern hin. Schliesslich basierte die Aktienmarkterholung im April auf relativ tiefen Handelsvolumen, was zeigt, dass viele Anleger ihr Aktienexposure nicht erhöhten.

Die Unsicherheit wird im kommenden Monat bestehen bleiben, was die Aktienmärkte volatil hält. Unsicherheit besteht in Bezug auf die Pandemie (Risiko einer zweiten Welle), medizinische Fortschritte (positive/negative Meldungen zu Impfstoffen und Behandlungen) und den allgemeinen Konjunkturausblick. Bei Aktien neigen wir deshalb zu einer defensiven Ausrichtung.

Währungen

JPY – die Fluchtwährung mit der besten Performance

USA

- Im April wertete der USD gegenüber zyklischen Währungen wie dem EUR und Schwellenmarktwährungen auf, verlor aber gegenüber JPY und Rohstoffwährungen wie GBP oder CAD.
- Der USD-Zinsvorteil, der uns lange zu einer positiven Sicht auf den USD bewogen hatte, ist verblasst. Wir sind dem USD vs. EUR, GBP und CHF nun neutral eingestellt.

Eurozone

- Der EUR stand im April unter Druck, da die Wirtschaftsdaten stärker einbrachen als in anderen Industrieländern und die EU keine überzeugende Lösung fand, um die mittelfristigen Risiken in hochverschuldeten Ländern wie Italien und Spanien in Schach zu halten.
- Der EUR verringerte die Verluste am letzten Apriltag etwas, als die EZB ihre Anleihenkäufe nicht verstärkte und so die Märkte enttäuschte. Unsere Sicht auf EUR/CHF und EUR/USD ist neutral.

Grossbritannien

- Nach einem Auf und Ab notierte das GBP Ende April etwas stärker gegenüber dem USD, ähnlich wie andere Währungen, die sensitiv auf Rohstoffpreise reagieren.
- Wir änderten unsere Sicht zu GBP/USD von positiv zu neutral.

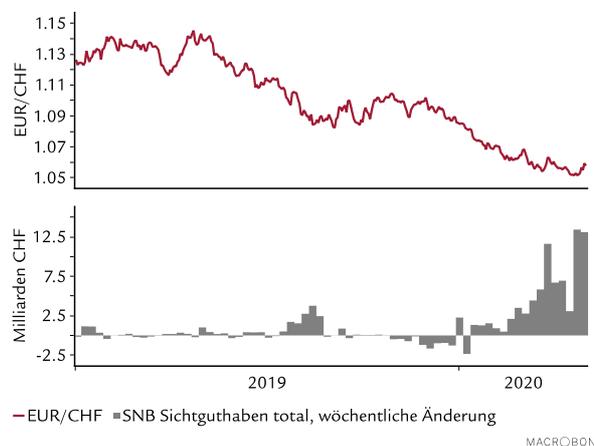
Schweiz

- Im April hielten starke SNB-Interventionen EUR/CHF über der 1.05-Marke.
- Während der CHF nicht zuletzt wegen der verblasenden Zinsdifferenz zu anderen Ländern unter Aufwertungsdruck bleibt, dürften die SNB-Deviseninterventionen das Abwärtsrisiko bei EUR/CHF eingrenzen.

Japan

- Von den Fluchtwährungen wertete der JPY im April am stärksten auf.
- Dies dürfte im nächsten Monat so bleiben, und wir behalten unsere negative Sicht auf USD/JPY bei.

SNB-Interventionen zeigen Wirkung



Nach einem sehr volatilen März beruhigten sich die Devisenmärkte im April und zeigten ein altbekanntes Muster aus 2019: Aufwertung von USD und JPY (beides Fluchtwährungen) trotz Rally bei Risikoanlagen. Unsere positive Sicht auf EUR/USD, die wir in der letzten Ausgabe formulierten und auf einem verblasenden USD-Zinsvorteil basierte, stellte sich als falsch heraus. Die Märkte fokussierten sich wohl mehr auf die Konjunkturaussichten, die für die Eurozone trüber sind als für die USA. Auch das mittelfristige Risiko einer «Eurokrise 2.0» ist noch nicht vom Tisch, denn der EU gelang es nicht, eine glaubhafte Risikoverteilung z. B. in Form von «Coronabonds» zwischen ihren Mitgliedstaaten vorzunehmen. Unsere Sicht auf EUR/USD ist für nächsten Monat neutral, während der JPY aufgrund der grossen Unsicherheit gegenüber allen Hauptwährungen aufwerten dürfte.

Bei den Fluchtwährungen tanzte im April der CHF aus der Reihe. Er wertete vs. EUR nur leicht auf und verlor vs. USD ca. 1%. Dies erstaunt umso mehr, als sich die Zinsen zwischen der Schweiz und Deutschland annäherten und Anlagen in CHF damit weniger stark bestraft werden als zuvor (geringere «Carry-Kosten», die sich aus der Zinsdifferenz ergeben). Es scheint, als hätten die Deviseninterventionen der SNB den CHF-Aufwertungsdruck im April erfolgreich absorbiert. EUR/CHF fiel tatsächlich nie unter 1.05, dies auf «Kosten» von Sichteinlagen bei der SNB, die im April um CHF 30 Mrd. anstiegen. Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt für den kommenden Monat neutral.

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 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.