

Oktober 2020

Zinsen und Anleihen

Sturm im Wasserglas oder Beginn einer Korrektur?

USA

- Da das nächste Fiskalpaket nicht vor den Wahlen im November verabschiedet werden dürfte und den Hilfsprogrammen das Geld ausgeht, steigt die Gefahr für die anhaltende robuste Konjunkturerholung.
- Das Fed bekräftigt zwar, dass die Zinsen so bald nicht angehoben würden, aber Vertreter des Fed betonen die Notwendigkeit weiterer Staatsausgaben.

Eurozone

- Aufgrund des jüngsten Anstiegs der Ansteckungszahlen und erneuter gezielter Eindämmungsmassnahmen trübte sich die Stimmung im Dienstleistungssektor wieder ein, was die fragile Situation der Volkswirtschaften in der Eurozone zeigt.
- Die EZB wird ihre expansive Geldpolitik nicht so bald ändern und dürfte ihre diversen Programme aufstocken, sollten sich die finanziellen Bedingungen verschlechtern.

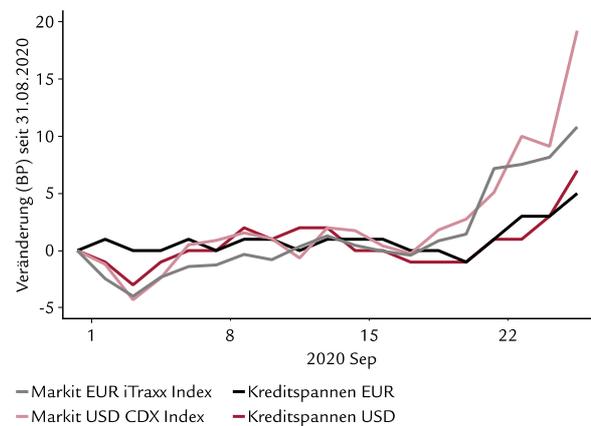
Grossbritannien

- Die britische Wirtschaft sieht sich anhaltender Ungewissheit bezüglich der EU-Verhandlungen und neuen Massnahmen zur Eindämmung des starken Wiederanstiegs von COVID-19-Fällen gegenüber.
- Die Bank of England könnte angesichts der schwachen Wirtschaftsperformance schliesslich unter Zugzwang kommen, mehr zu tun.

Schweiz

- Wie von uns prognostiziert, schlug sich die Wirtschaft in der Schweiz im 2. Quartal besser als in den meisten Industriestaaten und besser als vom Konsensus erwartet.
- Die Zahlen zum 3. Quartal sind bisher vielversprechend: Der KOF-Vorlaufindikator für August schnellte auf 110,2 Punkte empor.
- Die SNB liess ihren Leitzins unverändert bei -0,75%, während Sichteinlagen im September trotz der «Risk-off»-Stimmung an den Finanzmärkten nur leicht zulegten.

Anleihen: Divergenz zwischen Cash- und Derivatemarkt



MACROBOND

Es scheint also, als könnten Vermögenspreise auch anders als nur steigen. V. a. bei jedermanns Liebling, den grossen US-Tech-Aktien, war dies nicht schwer vorauszusehen. Während der Aktienmarkttaucher im September in gewissem Grad auf andere Märkte übergriff, bleibt offen, ob dies nur ein Sturm im Wasserglas war oder Beginn einer längeren Korrektur. Bisher haben die Kreditspannen nicht stark reagiert. Spreads auf EUR- und USD-Unternehmensanleihen weiteten sich bloss um rund 5 Basispunkte (BP, siehe Grafik) aus, während die Renditen auf Staatsanleihen weiterhin innerhalb der Spanne der letzten paar Monate notierten. Im Kreditderivatemarkt aber sieht es etwas beunruhigender aus. Bei Redaktionsschluss stieg der US-CDX-Index im September um 18 BP, der europäische iTraxx-Index um 10 BP an. Dies zeigt uns, dass die Anleger an ihren Long-Positionen festhalten, aber ihr Abwärtsrisiko absichern. Das kann sich aber schnell ändern und wir beobachten erste Abflüsse aus Investment-Grade-Anleihen-ETFs. Es ist zwar kein ungeordneter Ausverkauf, aber es ist Vorsicht geboten, v. a. angesichts der zahlreichen politischen Risiken. Die technischen Faktoren bieten weiterhin Unterstützung, aber das kann sich jeweils schnell ändern. Und im Anleihenmarkt will man kein Verkäufer sein, wenn alle Reissaus nehmen. Wir bleiben daher in Anleihen defensiv positioniert mit langer Duration.

Aktien

Wir stellt man sich auf die Risiken der US-Wahlen ein?

USA

- Der September war der erste Monat seit März 2020 mit einer negativen Performance des S&P 500. Insbesondere Tech-Aktien entwickelten sich markant unter dem breiten Markt, was im Gegensatz zu den vorherigen Monaten zu einer Unterperformance von US-Aktien gegenüber anderen Regionen führte.
- Einzelne Firmenmeldungen, zunehmende Divergenz zwischen äusserst starken Aktienmärkten und einer von unausgelasteten Kapazitäten geprägten Wirtschaft sowie Risiken bezüglich der US-Wahlen könnten im September zu Gewinnmitnahmen beigetragen haben. Die Märkte dürften sich im Vorfeld der Wahlen seitwärts bewegen.

Eurozone

- Steigende Ansteckungsraten und neue gezielte Eindämmungsmassnahmen (v. a. in europäischen Grossstädten) belasteten die Aktien der Eurozone. Aber insgesamt erzielten Aktien der Eurozone eine weniger negative Performance als US-Aktien.
- Ob Eurozoneaktien ihre US-Pendants künftig austechen werden, hängt stark von der Sicht auf den Tech-Sektor ab, der in US-Indizes vergleichsweise stärker gewichtet ist.

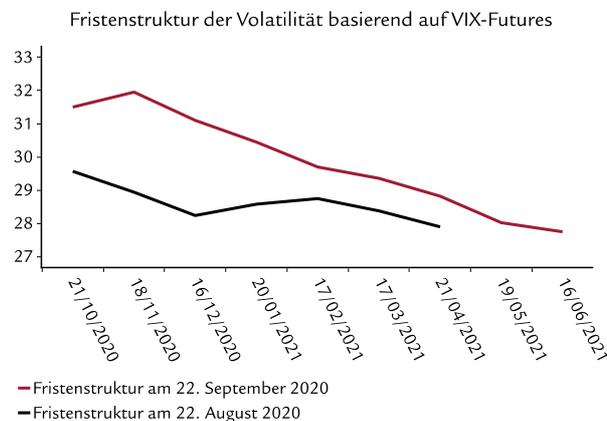
Grossbritannien

- Bei Redaktionsschluss verzeichneten britische Aktien im September eine etwas weniger negative Performance als globale Aktien. Dennoch gibt es Herausforderungen en masse. Die Erholung der britischen Wirtschaft ist noch fragil und die Unsicherheit bezüglich der Verhandlungen mit der EU bleibt gross, v. a. nach dem Binnenmarktgesetz, das die Spannungen zwischen den Parteien verstärkte.
- Wir bleiben bei britischen Aktien vorsichtig, denn wir glauben, dass die wirtschaftlichen und die politischen Risiken in den aktuellen Bewertungen britischer Aktien nicht vollständig reflektiert sind.

Schweiz

- Obwohl der Schweizer Aktienmarkt an Momentum eingebüsst hat, war er im September der klare Outperformer und seit Jahresbeginn einer der stärksten Märkte überhaupt.
- Das wirtschaftliche Umfeld für Schweizer Aktien ist günstiger als anderswo. Die Schweizer Wirtschaft spürte die Krise viel weniger als ihre Nachbarn und verfügt über immensen fiskalischen Spielraum, um auf eine Verschlechterung der Lage zu reagieren.

«Election-Put» nicht erste Wahl, ausser man will verkaufen



MACROBOND

Gegenwärtig ist das Rennen zwischen Donald Trump und Joe Biden noch offen und die Umfragen zum Rennen um den Senat sind gespalten. Im voraussichtlichen Fall, dass dem neuen Präsidenten ein gespaltenen oder gar feindseliger Kongress gegenübersteht (Ersteres ist schon heute der Fall), ist Kontinuität recht wahrscheinlich und die Auswirkung auf die Aktienmärkte wohl marginal. Derweil sehen viele Marktteilnehmer einen demokratischen Erdrutschsieg, also Joe Biden als Präsidenten mit voller Unterstützung des Kongresses, aufgrund Bidens Plan für höhere Firmensteuern als negativ für Aktien. Sorgen machen müssen wir uns aber nur über «kein Ergebnis», also einen langwierigen, chaotischen Streit über den Ausgang der Präsidentschaftswahlen mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Eine ungeordnete Wahl ist zwar ein Worst-Case- und nicht unser Basisszenario, aber viele Anleger werden sich darauf einstellen wollen.

Dies lässt sich folgendermassen umsetzen: Mittels Put-Optionen auf Aktien sichert man sich gegen Abwärtsrisiken ab und finanziert die Absicherung, indem man einen Teil des Aufwärtspotenzials verkauft (ebenfalls über Optionen). Wichtig ist, die Fristenstruktur der Volatilität zu berücksichtigen, um die Absicherung effizient zu gestalten. Wie die Fristenstruktur für den VIX-Volatilitätsindex oben zeigt, sind die Optionen, die um die Wahlen herum ablaufen, leider am teuersten. Dies kommt also dem Einzug von Prämien zugute, also dem Verkauf von Optionen zur Finanzierung des Kaufs von Put-Optionen. Da Letztere um den Wahltermin herum teuer sind, würden wir längere Laufzeiten wählen, weil eine «ungeordnete Wahl» über den Wahltermin hinaus negative Effekte für Aktien haben dürfte.

Währungen

USD könnte wieder unter Druck geraten

USA

- In der allgemeinen «Risk-off»-Stimmung am Finanzmarkt wertete der USD im September vor allem gegenüber zyklischen Währungen wie EUR, GBP und Rohstoffwährungen wie AUD oder CAD auf.
- Dennoch erwarten wir für die Zukunft erneute USD-Schwäche. Die Zinsdifferenzen bleiben zu gering, um den USD nennenswert zu stützen. Zudem dürften sich viele mögliche Resultate der US-Wahlen eher negativ auf den Dollar auswirken (siehe Haupttext).

Eurozone

- Nachdem EUR/USD anderthalb Monate lang rund um 1.18 herum schwankte, ging der Kurs in der zweiten Septemberhälfte zurück. Steigende COVID-19-Infektionen und neue Eindämmungsmassnahmen in der Eurozone dürften zur vorsichtigen Haltung der Anleger bezüglich EUR beigetragen haben.
- Unsere positive Sicht auf EUR/USD widerspiegelt primär unsere Erwartung einer allgemeinen USD-Schwäche bis Jahresende (siehe oben).

Grossbritannien

- Wie von uns erwartet wertete das Pfund im September deutlich ab, weil die Spannungen in den Verhandlungen mit der EU nach der Lancierung des britischen Binnenmarktgesetzes zugenommen haben.
- Da diese Risiken nun besser in den GBP-Wechselkursen reflektiert sind, nehmen wir auf das Pfund vs. USD eine neutrale Sicht ein, erwarten aber vs. EUR anhaltende Schwäche.

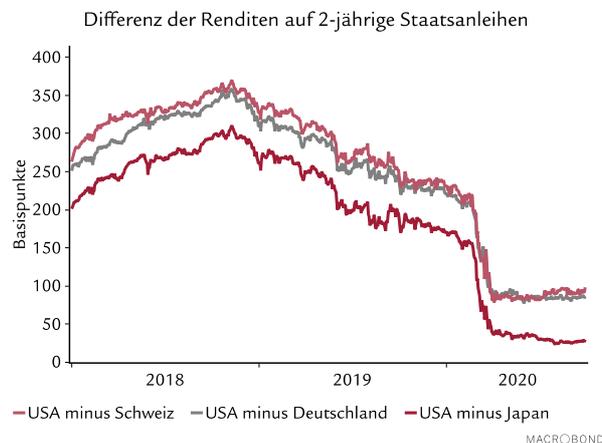
Schweiz

- Trotz negativer Risikostimmung an den Finanzmärkten wurde der CHF vs. EUR im September in einer engen Spanne gehandelt. Derweil konnte die SNB aufgrund der Abwertung des CHF zum USD die Deviseninterventionen zurückfahren.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF, erwarten aber eine erneute Aufwertung des CHF vs. USD.

Japan

- Der JPY wertete im September auf breiter Basis auf.
- Aufgrund vieler Ereignisrisiken, v. a. der US-Wahlen, nehmen wir auf JPY/USD eine positive Sicht ein.

Verblassender USD-Zinsvorteil



Die US-Wahlen sind im 3. Quartal die «bekannte Unbekannte». Es besteht nicht nur bezüglich des Ausgangs grosse Unsicherheit, sondern auch bezüglich der möglichen Auswirkung auf die Anlageklassen und den USD. Allgemein glauben viele Analysten, dass eine Wahl Joe Bidens, der derzeit die Umfragen anführt, negativ für den USD wäre, besonders wenn er die volle Unterstützung des Kongresses hätte. Wir stimmen tendenziell zu. Bei dieser Konstellation sollten wir uns auf ein noch grösseres Budgetdefizit aufgrund grosszügiger Stimulierungspläne bei anhaltend niedrigen Zinsen einstellen. Auch Joe Biden wird China zwar nicht wohlgesinnt sein, aber die Märkte werden die Risiken einer deutlichen Eskalation der Handelsspannungen wohl weniger gross einschätzen, weil Bidens Verhandlungsstil vermutlich weniger auf Konfrontation ausgerichtet sein wird. Die Anleger könnten jedoch wegen Joe Bidens Steuerplänen eine vorsichtigeren Sicht auf US-Aktien einnehmen. All diese Argumente sprechen für einen schwächeren USD. Sähe sich Präsident Biden einem feindseligen Senat gegenüber, wäre das Potenzial für USD-Schwäche natürlich etwas kleiner. Derweil dürfte eine Wiederwahl Trumps auf den USD keinen wesentlichen Einfluss haben. Das Worst-Case-Szenario einer «ungeordneten Wahl» könnte den USD ironischerweise stärken, weil er eine wichtige Fluchtwährung bleibt.

Insgesamt ist unsere Sicht auf den USD zurzeit negativ, auch weil eine wichtige Stütze, der Zinsvorteil des USD, in der Krise weggefallen ist und im Rahmen der äusserst moderaten Haltung des Fed nicht so schnell wiederkehren dürfte (siehe Grafik).

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
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 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 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 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.