

November 2019

Zinsen und Anleihen

Alles dreht sich um die Zentralbanken

USA

- Die Unternehmerstimmung verschlechtert sich in den USA weiter, während die Konsumentenstimmung und das BIP-Wachstum relativ robust bleiben
- Das Fed senkte im Oktober den Leitzins um weitere 25 Basispunkte, was wohl die letzte Senkung in diesem Jahr gewesen sein dürfte

Eurozone

- Die Konjunktur in der Eurozone bleibt flau, besonders in Deutschland und Italien; Frankreich und Spanien schlagen sich besser
- Im November startet die EZB ihr Anleihenkaufprogramm, das die Anleihenpreise technisch unterstützen und die Zinsen negativ halten dürfte

Grossbritannien

- Der Brexit nahm eine unerwartete positive Wendung und ein «No Deal» ist deshalb unwahrscheinlicher geworden. Dennoch wird uns die Unsicherheit bezüglich der künftigen Wirtschaftsbeziehung mit der EU noch eine Weile begleiten
- Trotz der Pfund-Aufwertung und der leicht rückläufigen Inflation gehen wir nicht davon aus, dass die Bank of England die Leitzinsen senken wird

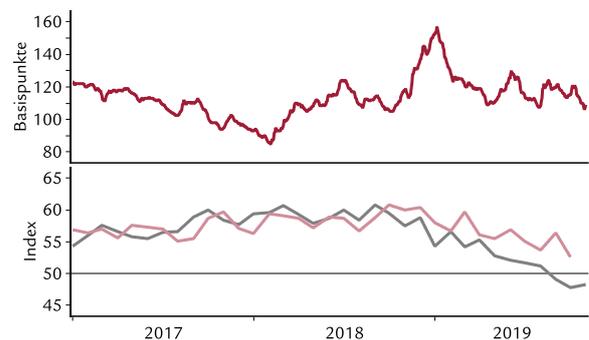
Schweiz

- Wie andere exportorientierte Länder auch bekommt die Schweiz die negativen Auswirkungen der globalen Wachstumsabschwächung zu spüren
- Wir erwarten keine Zinssenkungen durch die SNB, gehen aber von Devisenmarktinterventionen aus, falls notwendig

Japan

- Japans Wachstumsaussichten werden durch die Konsumsteueranhebung im Oktober 2019 getrübt
- Die Bank of Japan liess ihren Leitzins im Oktober unverändert, schlug aber angesichts des schwachen Inflationstrends vorsichtiger Töne an

Engere Spreads trotz schlechterer Unternehmerstimmung



— Kreditspanne von US-Unternehmensanleihen (investment grade)
— ISM-Einkaufsmanagerindex: Dienstleistungen
— ISM-Einkaufsmanagerindex: verarbeitendes Gewerbe

MACROBOND

Die Märkte sind 2019 von (geld-)politischen Massnahmen geprägt, schlechtere Fundamentaldaten scheinen die Anleger nur am Rande zu beschäftigen. Die US-Kreditspannen verengten sich im Oktober um 6 Basispunkte, während die Gesamtrendite infolge steigender Zinsen leicht negativ ausfiel. Derweil verzeichnete der S&P 500, befeuert durch den erhofften Mini-Handelsdeal zwischen den USA und China, ein neues Allzeithoch. Der ISM-Einkaufsmanagerindex in den USA fiel jedoch so tief wie seit zehn Jahren nicht mehr, und auch die Dienstleistungen schwächeln mittlerweile. Das Wachstum der US-Unternehmensgewinne flaut ab und die Kreditfundamentaldaten verschlechtern sich weiter. Nicht besser in Europa: Bei den meisten Stimmungsindikatoren herrscht Alarmstufe Rot. Deshalb die Frage: Wie lange können Bewertungen von Fundamentaldaten losgelöst bleiben? Angesichts der grossen technischen Unterstützung wohl noch für eine Weile. Besonders in Europa wird das neue Anleihenkaufprogramm der EZB eine starke Ausweitung der Kreditspannen verhindern und die Zinsen negativ halten. In den USA ist die Situation weniger klar, aber das Fed dürfte bereit sein, bei Bedarf einzugreifen. Wir sind daher konstruktiv, aber selektiv, was das Kreditrisiko betrifft, und behalten in beiden Schlüsselmärkten eine Position mit neutraler bis leicht langer Duration bei.

Aktien

Hinauf, hinunter und wieder hinauf?

USA

- Nach einem positiven September korrigierten die US-Märkte Anfang Oktober und erholten sich dann wieder. Erneut war es vor allem der Handelskrieg, der für das Auf und Ab an den Märkten verantwortlich war. Positiv überraschende Unternehmensgewinne und -umsätze unterstützten die Märkte
- Der US-Aktienmarkt ist hoch konzentriert, immer mehr zu unserer Besorgnis, denn einige der Schwergewichte im IT-Sektor stehen vor zunehmenden gesetzlichen und regulatorischen Herausforderungen

Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone profitierte stark von den positiven Brexit-Entwicklungen, was in der zweiten Oktoberhälfte zu einer Outperformance gegenüber dem US-Markt führte
- Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass diese Outperformance anhalten wird, weil in der Eurozone noch viele politische Fragen offen sind

Grossbritannien

- Auch wenn bis Ende Januar 2020 ein Brexit-Deal zustande kommen dürfte, bleibt die Unsicherheit bezüglich der langfristigen regulatorischen Vereinbarungen mit der EU hoch
- Wir untergewichten britische Aktien, weil die Volatilität aufgrund politischer Unsicherheit höher bleiben dürfte als in anderen Märkten

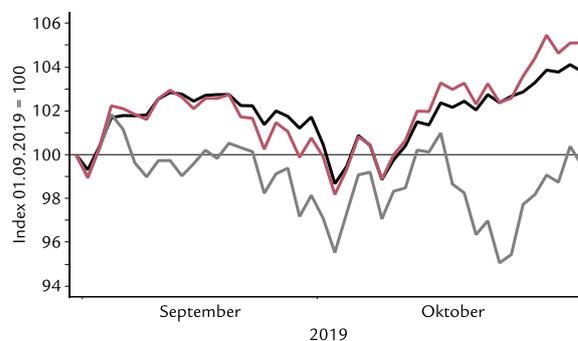
Schweiz

- Schweizer Aktien entwickeln sich seit Jahresbeginn besser als der globale Vergleichsindex
- Wir ziehen weiterhin Large Caps vor, denn sie sind weniger vom starken Franken betroffen und dürften sich bei Marktturbulenzen robuster zeigen

Japan

- In den letzten zwei Monaten machten japanische Aktien ihre schwache Performance seit Jahresbeginn teilweise wett. Trotzdem dürfte die Rally temporär sein und wir halten an einer vorsichtigen Einschätzung des Marktes fest
- In den letzten Wochen präsentierten rund 10% der Firmen ihre Gewinne – und zeichneten ein gemischtes Bild. Firmen im Gesundheitswesen und Versorger überraschten weitgehend positiv, Technologie- und Industriefirmen bisher eher negativ

Software-Aktien hinken hinterher



— NASDAQ 100 Index
— S&P North American Expanded Technology Software Index
— S&P 500 Index

MACROBOND

Wir erwähnten schon in früheren Ausgaben die hohe Aktienmarktkonzentration vor allem in den USA, aber auch in Europa, die primär auf Tech-Firmen zurückzuführen ist. Wir befürchten, dass dies nicht ein neues Gleichgewicht ist, sondern eher ein Risiko für eine Marktkorrektur darstellt. Eine solche könnte durch Regulierungsänderungen oder nicht erfüllte Wachstumserwartungen ausgelöst werden, wobei wir vermuten, dass vor allem einige hochkapitalisierte Software-Aktien im Fokus wären. Die Grafik oben zeigt, wie sich der US-Large-Cap-Index S&P 500, der breite US-Technologie-Index Nasdaq 100 und der S&P-Index für nordamerikanische Software-Firmen jüngst entwickelt haben. Während sich der Nasdaq über zwei Monate leicht stärker als der S&P 500 entwickelte, performten Software-Firmen in dieser Zeit schlecht. Diese Firmen haben es im regulatorischen und politischen Umfeld immer schwerer, wie die Facebook-Anhörung im US-Kongress gezeigt hat. Wir werden sehen, in welche Richtung es geht und ob die Probleme, vor denen grosse Software-Firmen heute stehen, auf andere wichtige Teile des Technologiesektors übergreifen werden.

Währungen

Ein schwierigeres Umfeld für den USD im Jahr 2020

USA

- Im Oktober herrschte an den Finanzmärkten eine risikofreudige Stimmung, weil sich die politischen Risiken legten. In der Folge wertete der USD gegenüber allen grossen Währungen (ausser dem JPY) ab
- Das Fed senkte an der FOMC-Sitzung im Oktober ihren Leitzins erneut, Präsident Powell signalisierte aber ein Ende des «mid-cycle adjustment». Dennoch kommt die Zinsdifferenz dem USD nach wie vor zugute. Er dürfte sich im nächsten Monat erholen

Eurozone

- Die jüngsten Unternehmensumfragen lassen auf eine Stabilisierung in Deutschland und eine Verbesserung in Frankreich schliessen. Das etwas positivere makroökonomische Umfeld trug zur Erholung des EUR-Wechselkurses im Oktober bei
- Trotzdem bleibt die Wachstumsdynamik verhalten und politische Risiken dürften nach der jüngsten Pause wieder aufflackern. Daher behalten wir unsere negative Sicht auf den EUR vs. USD und CHF bei

Grossbritannien

- Der Wechselkurs GBP/USD zeigte im Oktober die beste Monatsperformance seit Mai 2009, weil das Risiko eines No-Deal-Brexit von den Finanzmärkten grösstenteils ausgepreist wurde
- Da nun ein annehmbares Abkommen vorliegt, dürfte der Brexit ein positives Ende nehmen. Aber die politischen Unsicherheiten bleiben bis zur Parlamentswahl im Dezember hoch. Unsere Sicht auf GBP vs. USD für den nächsten Monat ist neutral

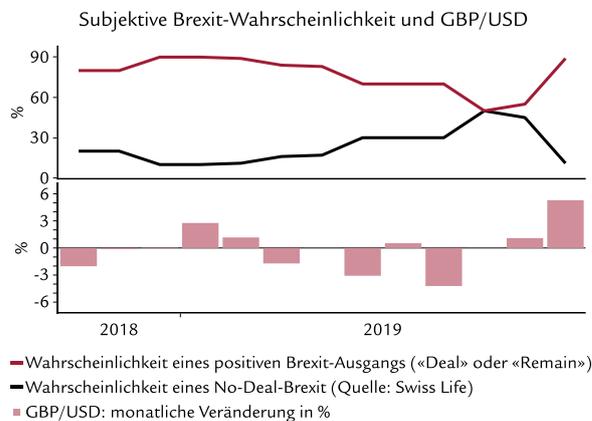
Schweiz

- Der CHF verlor im Oktober gegenüber dem zyklischen EUR an Wert, wertete aber zum USD auf
- Die Abnahme der politischen Risiken dürfte sich als temporär herausstellen und die Rezessionsängste werden zeitweise wieder aufflackern. Deshalb halten wir an unserer positiven Sicht auf CHF vs. EUR fest

Japan

- Da sich die Märkte im Oktober im «Risk-on»-Modus befanden, wertete der JPY gegenüber allen wichtigen Währungen ab
- Dennoch halten wir aus denselben Gründen wie beim CHF an unserer positiven Einschätzung zum JPY fest

No-Deal-Risiken schwinden, Pfund schiebt nach oben



Die eindrücklichste Währungsbewegung im Oktober vollzog das Pfund, welches gegenüber dem USD um über 5% aufwertete. Das Risiko eines No-Deal-Brexit wurde aufgrund des überraschenden Deals zwischen Grossbritannien und der EU schnell ausgepreist. Die Unsicherheiten werden im Vorfeld der Parlamentswahlen im Dezember zwar gross bleiben, aber wir glauben nicht, dass sich die Anleger in nächster Zeit wieder wegen eines «No Deal» sorgen werden. Daher ist unsere Sicht auf GBP vs. USD nun neutral. Nach den positiven Brexit-Entwicklungen nahmen auch die Risiken einer Eskalation des Handelsstreits USA–China deutlich ab, was im Oktober auf den defensiven Währungen lastete. Wir erwarten zwar, dass dieses Jahr zwischen den USA und China tatsächlich ein «Mini-Handelsdeal» geschlossen wird, bleiben aber skeptisch, was ein umfassendes zweites Handelsabkommen nächstes Jahr betrifft. Politische Risiken dürften nach den jüngsten Fortschritten wieder aufkeimen. Deshalb bleibt unsere Sicht auf Fluchtwährungen wie den JPY und den CHF weiterhin positiv.

Dass der USD auch nächstes Jahr stark bleibt, ist zunehmend in Frage gestellt. Wir erwarten insbesondere, dass sich die US-Wirtschaft 2020 abkühlen wird. Wir gehen deshalb davon aus, dass das Fed die Geldpolitik 2020 wieder lockern wird, nachdem es an der jüngsten FOMC-Sitzung eine Pause angekündigt hat. Trotz diesen Risiken wird der USD kurzfristig gestützt bleiben, nicht zuletzt aufgrund der nach wie vor äusserst günstigen Zinsdifferenz gegenüber anderen grossen Währungen.

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 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, die Swiss Life Invest GmbH, 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., 2 Cavendish Square, London W1G 0PU. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.