

November/Dezember 2020

## Zinsen und Anleihen

Das Nicht-Ereignis

### USA

- Die USA verzeichneten auch im Oktober starke Wirtschaftsdaten, doch der Wiederanstieg der COVID-19-Fälle dürfte das Wachstum belasten und die Arbeitsmarkterholung im Winter dämpfen.
- Der designierte Präsident Joe Biden wird keine komfortable Mehrheit im Kongress hinter sich haben. Die Parteien dürften sich letztlich auf ein zweites Konjunkturpaket einigen, doch ihre weitreichenden Ausgaben- und Steuerpläne werden die Demokraten kaum durchsetzen können. Daher dürfen die Märkte wohl mit anhaltend starker geldpolitischer Unterstützung rechnen.

### Eurozone

- In Europa sind die Infektionszahlen stark gestiegen, und fast alle Länder haben Gegenmassnahmen ergriffen. Die Stimmung im Dienstleistungssektor hat sich bereits verschlechtert, aber die Aufhellung des Ausblicks für die Industrie lässt vermuten, dass die Auswirkungen auf das BIP weit weniger stark ausfallen als beim Lockdown im Frühjahr.
- Die EZB hat ihre expansive Haltung verbal bereits bekräftigt und für die Dezembersitzung faktisch weitere Massnahmen angekündigt.

### Grossbritannien

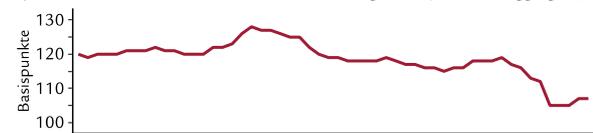
- Die Brexit-Saga geht weiter, aber wir glauben noch immer an eine Einigung in letzter Minute.
- Aufgrund der Wirtschaftsschwäche und der Pandemieentwicklung in Grossbritannien hat die Bank of England jedoch ihre Anleihenkäufe intensiviert, und eine Leitzinssenkung ist noch nicht vom Tisch.

### Schweiz

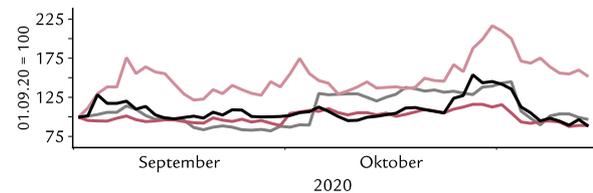
- Die Schweiz versucht, die zweite Welle der Pandemie nur mit gezielten und regionalen Eindämmungsmassnahmen zu überstehen. Wenn dies gelingt, wird die Schweiz erneut ein höheres BIP-Wachstum verzeichnen als ihre Nachbarn.
- Die SNB behält die Geldpolitik unverändert; die Sichteinlagen sind relativ stabil geblieben.

### Spreads und Volatilitäten gehen nach US-Wahl zurück

Spreads von Unternehmensanleihen (Bloomberg Barclays Global Aggregate)



Indizes für implizite Volatilität



—US-Aktien (VIX) —Rohöl —G10-Währungen —US-Treasuries

MACROBOND

Die US-Wahl war wohl eines der am stärksten abgesicherten Ereignisse in der Geschichte der Finanzmärkte. Vor der Wahl stiegen die impliziten Volatilitäten in allen Anlageklassen stark an (siehe Grafik), doch am Ende erwiesen sich alle Worst-Case-Szenarien als falsch. Die Märkte ignorierten Trumps Störfeuer und begannen schnell, sich für eine Präsidentschaft Bidens und einen gespaltenen Kongress zu positionieren – eine Konstellation, die vielen Marktteilnehmern wohl gerade recht ist. Nicht einmal die Pandemieentwicklung trübte die Stimmung, da der Durchbruch bei den Impfstoffen die mittelfristigen Wirtschaftsaussichten verbesserte. So brachen die impliziten Volatilitäten in der ersten Novemberhälfte ein und Risikoanlagen zogen an. Seit Ende September engten sich die EUR- und die USD-Kreditspannen um 21 bzw. 25 Basispunkte ein. Die Risikoprämien sind nun nicht mehr weit von ihren Februar-Tiefstständen entfernt, obwohl Unternehmensanleihen insgesamt wesentlich riskanter geworden sind, sowohl von den Fundamentaldaten als auch von der Duration her. Die technische Unterstützung bleibt aber bestehen, zumal bis Ende Jahr weniger Neuemissionen zu erwarten sind. Bei Staatsanleihen dagegen ist die Renditeentwicklung weniger klar, wie die Achterbahnfahrt der letzten Wochen zeigt. Wir entscheiden uns daher bei der Duration für eine neutrale Haltung.

# Aktien

Eine Spritze für die Märkte

## USA

- Die Finanzmärkte reagierten positiv auf den Ausgang der US-Wahlen. Joe Biden dürfte für mehr Berechenbarkeit in der Handelspolitik sorgen, während das Ausbleiben einer «blauen Welle», also einem Durchmarsch der Demokraten in beiden Kammern des Kongresses, begrüsst wurde. Ein gespaltenen Kongress reduziert das Risiko für Änderungen der Regulierung und des Steuerrechts, die die Unternehmensgewinne schmälern könnten.
- Andererseits dürfte sich die COVID-19-Lage in den USA rapide verschlechtern und die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten trüben, da in einzelnen Bundesstaaten wohl weitere Beschränkungen kommen. Die mittelfristigen Aussichten haben sich dagegen aufgrund des Impfstoffdurchbruchs verbessert.
- Insgesamt erwarten wir bis zum Jahresende eine volatile, aber moderat positive Aktienmarktentwicklung.

## Eurozone

- Europäische Regierungen scheinen sensibler auf COVID-19-Entwicklungen zu reagieren und haben erneut, wie in der ersten Welle, strengere Eindämmungsmassnahmen ergriffen als die USA. Darum sind am Tag der positiven Nachricht zum Impfstoff von BioNTech/Pfizer Eurozonen-Aktien viel stärker gestiegen als US-Aktien.
- Wenn die Nachrichten zu Impfstoffen positiv bleiben, könnten Eurozonen-Aktien ihre enorme Underperformance aus diesem Jahr wieder aufholen.

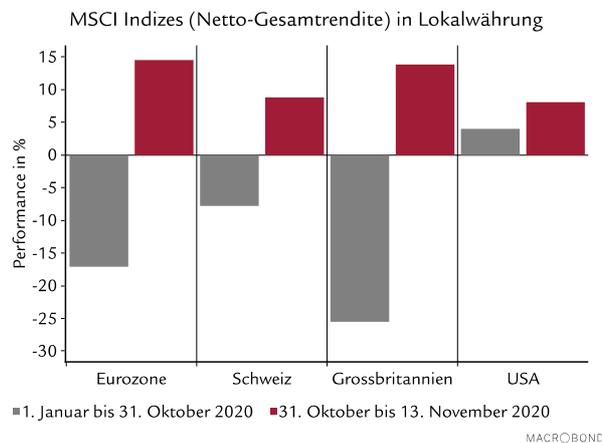
## Grossbritannien

- Unsere vorsichtige Einschätzung zu britischen Aktien hat sich als richtig erwiesen. Die Wirtschaft muss den zweiten Lockdown meistern, ohne sich richtig von der ersten Welle erholt zu haben.
- Wir rechnen bei britischen Aktien mit weiterer Underperformance. Nicht einmal ein schmales Handelsabkommen zwischen Grossbritannien und der EU würde daran viel ändern, da es wohl bereits eingepreist ist.

## Schweiz

- Der defensive Schweizer Aktienmarkt blieb in der Rally der ersten Novemberhälfte hinter eher zyklischen Märkten zurück.
- Künftig dürfte sich der Schweizer Markt aber ähnlich der globale Aktienmarkt entwickeln.

## Zyklische Märkte auf dem Vormarsch



Nach Ansicht vieler Marktteilnehmer hat die US-Wahl «das Beste aus beiden Welten» gebracht: einen berechenbareren US-Präsidenten (mit weniger Volatilität durch Tweets, speziell zu Handelsbeziehungen) und einen gespaltenen Kongress, der Bidens Macht bei anderen Themen begrenzt. Die Stichwahl in Georgia am 5. Januar bleibt ein Risiko, denn wenn dort beide Senatssitze an die Demokraten gehen, ergibt sich im Senat ein Patt, bei dem die Vizepräsidentin mit ihrer Stimme Projekte der Demokraten über die Ziellinie bringen könnte. Trotzdem würde eine solche hauchdünne Mehrheit erhebliche Kompromisse erfordern und viele ehrgeizige Fiskalprojekte blockieren, weshalb die Aktienmärkte dieses Risiko – zumindest derzeit – entspannt sehen. Auf jeden Fall haben sich die Märkte schnell wieder auf die COVID-19-Pandemie fokussiert. Hier gibt es derzeit ein Tauziehen zwischen den negativen Nachrichten von einem massiven Anstieg der Neuinfektionen in Europa und den USA und der positiven Nachricht, dass der Impfstoff von BioNTech/Pfizer in Phase-III-Studien eine hohe Wirksamkeit gezeigt hat. Letzteres verbessert die mittelfristigen Aussichten, nachdem uns wohl ein medizinisch und wirtschaftlich trüber Winter bevorsteht. Bisher überwiegt der Optimismus, und obwohl viele gute Nachrichten schon eingepreist sind, dürften die Börsendynamik in den nächsten Wochen anhalten. Insbesondere wären wir nicht überrascht, wenn sich die Sektor- und Regionenrotation (siehe Grafik) fortsetzen würde, weil sich das Augenmerk nun auf Unternehmen richtet, die bei dieser Pandemie bisher die Verlierer waren.

# Währungen

Risiken werden ausgepreist

## USA

- Die US-Wahl führte unmittelbar zu einer breiten USD-Schwäche, da politische Unsicherheiten ausgepreist wurden und viele Investoren eine Präsidentschaft Bidens als negativ für den Greenback einschätzten.
- Angesichts der gestiegenen Risikobereitschaft an den Finanzmärkten dürfte der USD bis Jahresende gegenüber EUR und CHF begrenzt abwerten.

## Eurozone

- Zyklische Währungen wie der EUR haben in der ersten Novemberhälfte von der gestiegenen Risikobereitschaft an den Finanzmärkten profitiert.
- In den nächsten Wochen dürfte der EUR weiter Unterstützung erfahren. Das Ausmass der EUR-Aufwertung dürfte aber bescheiden sein, da die EZB-Geldpolitik aufgrund der schwachen Wirtschaftsdynamik in Europa sehr expansiv ist.

## Grossbritannien

- Das Pfund Sterling erholte sich von seinen Tiefständen vom September, weil die Finanzmärkte wieder zuversichtlicher wurden, dass ein schmales Handelsabkommen zwischen Grossbritannien und der EU doch noch zustande kommt. Dies ist auch unser Basisszenario.
- Dennoch dürfte sich das GBP gegenüber dem EUR leicht abschwächen, da die britische Wirtschaft deutlich schwächer unterwegs ist als die Wirtschaft im übrigen Europa. Beim GBP/USD-Kurs bleiben wir bei unserer neutralen Haltung.

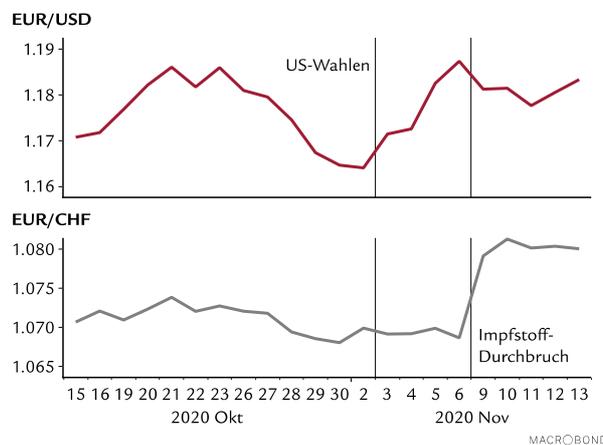
## Schweiz

- Der CHF wertete im Oktober gegenüber dem EUR auf, doch die Rückkehr der Risikobereitschaft an den Finanzmärkten, insbesondere nach den positiven Impfstoffnachrichten, brachte EUR/CHF rasch wieder über 1.08.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Haltung zum EUR/CHF und erwarten aufgrund unserer generell vorsichtigen Einschätzung des USD eine Aufwertung des CHF gegenüber dem USD.

## Japan

- Der JPY schwächte sich nach dem Impfstoffdurchbruch vorübergehend ab, folgt gegenüber dem USD aber seit April einem allgemeinen Aufwärtrend, der sich wohl fortsetzen wird.

## US-Wahl schwächte den USD, Impfstoffnachricht den CHF



Zwei Themen dominieren seit eineinhalb Monaten die Finanzmärkte, die Devisenmärkte eingeschlossen: die US-Wahl und die Nachricht, dass der Impfstoff von BioNTech/Pfizer in Phase-III-Studien eine sehr hohe Wirksamkeit gezeigt hat. Wie erwartet erwies sich die Wahl Joe Bidens als negativ für den USD, der gegenüber dem EUR in der Woche nach der Wahl rund 2% verlor. Vor allem schätzen Anleger das Risiko einer Eskalation der Spannungen zwischen den USA und China unter Biden als geringer ein, sodass ein Risikoaufschlag für den Dollar entfiel. Interessanterweise hatte die US-Wahl keinen Einfluss auf den EUR/CHF-Kurs, der im Oktober um 1% gesunken war. Der EUR/CHF reagierte jedoch heftig auf den Impfstoffdurchbruch und schoss wieder auf den August- und Septemberstand von 1.08. Auch beim JPY gab es nach der Nachricht eine Verkaufswelle. Die Verfügbarkeit eines Impfstoffs verringert natürlich das Risiko, dass noch 2022 und danach pandemiebedingte Rezessionen auftreten, und mindert somit die Attraktivität dieser Fluchtwährungen. Zyklische Währungen wie EUR oder CAD haben wohl noch Spielraum für eine Aufwertung gegenüber dem USD, denn die Stimmung an den Finanzmärkten dürfte risikofreundlich bleiben. Eine Ausnahme bildet das GBP, das sich handelsgewichtete bereits um 3% von seinen September-Tiefständen erholt hat, da die meisten Marktteilnehmer mit einem Handelsabkommen zwischen der EU und Grossbritannien rechnen. Bei den aktuellen Kursen schätzen wir GBP/USD neutral ein, erwarten aber eine erneute Abschwächung gegenüber dem EUR, da sich die schwachen britischen Wirtschaftsdaten angesichts der wieder aufgeflamten Pandemie drastisch verschlechtern werden.

## 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](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 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.