

September 2020

Zinsen und Anleihen

Der Weg des geringsten Widerstands

USA

- Wirtschaftsdaten und Unternehmensumfragen aus den USA, die zuletzt meist positiv überrascht haben, deuten auf einen kräftigen Aufschwung hin.
- Anlässlich des Jackson-Hole-Symposiums veröffentlichte die Fed das Fazit der strategischen Überprüfung ihrer Geldpolitik. Wie erwartet, verfolgt sie nun ein Inflationsziel von durchschnittlich 2%, will also nach Phasen mit tieferer Inflation vorübergehend auch eine solche von über 2% akzeptieren.

Eurozone

- Die Industriedaten verbessern sich weiter, während sich die Erholung im Dienstleistungssektor im August abschwächte, wohl aufgrund neuer gezielter Massnahmen gegen die Zunahme der COVID-19-Infektionen.
- Bei der nächsten EZB-Sitzung erwarten wir keine grossen Veränderungen, sondern nur Optimierungen bei der Programmumsetzung.

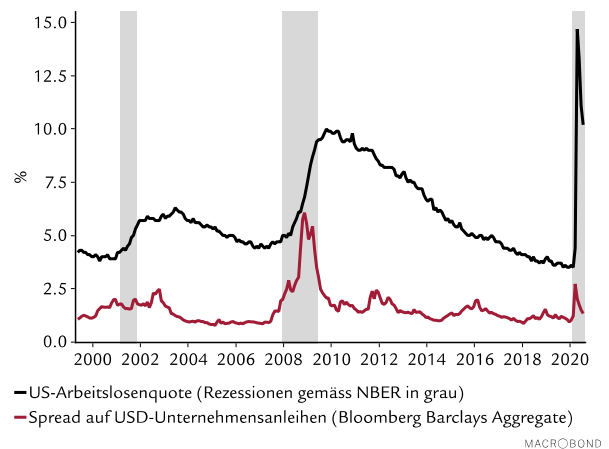
Grossbritannien

- Einkaufsmanagerindizes und Einzelhandelsumsätze verbessern sich weiter, da sich die Wiedereröffnung der Wirtschaft im internationalen Vergleich noch in einer recht frühen Phase befindet.
- Die Bank of England betonte, dass sie Negativzinsen weiterhin nicht ausschliesst, aktuell aber nicht genug Vorteile darin sieht. Damit setzte sie einen deutlich veränderten Ton.

Schweiz

- Die Schweiz scheint die Krise relativ gut zu überstehen. So ging das BIP im zweiten Quartal weniger stark zurück als in anderen Industrieländern.
- Wir rechnen zurzeit nicht mit grösseren geldpolitischen Massnahmen der SNB, obwohl die Sichteinlagen im Zuge der SNB-Interventionen am Devisenmarkt weiter steigen.

Tiefe Rezession, aber fast wieder normale Risikoaufläge



Der August gilt als eher ruhiger Monat. Die Frist für das erwartete US-Konjunkturpaket ist ohne Einigung verstrichen und in Europa steigen die Infektionszahlen wieder an, doch die Märkte zeigten sich unbeeindruckt. Dafür genügten ein paar gute Nachrichten zur Impfstoffentwicklung, eine Deeskalation des Handelskriegs zwischen China und den USA und anhaltender geldpolitischer Rückenwind. Im August engten sich die EUR-Spreads um 14 Basispunkte auf 114 Basispunkte ein, da es kaum Neuemissionen gab. Die USD-Spreads fielen trotz für die Jahreszeit umfangreiche Neuemissionen ebenfalls leicht. Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen stiegen in den USA und in Deutschland leicht an. Da die tiefen Gewinnerwartungen zuletzt locker übertroffen wurden, führt der Weg des geringsten Widerstands für die Spreads von Unternehmensanleihen wohl nach unten. Wir mögen Ausmass und Tempo der anfänglichen Spread-Einengung unterschätzt haben, doch angesichts der angespannten Bewertungen bleiben wir defensiv. Zum Vergleich: Während der letzten beiden Rezessionen lag der Spread von USD-Unternehmensanleihen trotz gesünderer Fundamentaldaten und kürzerer Durationen im Schnitt deutlich höher. Bei Staatsanleihen setzen wir auf eine Long-Position, da die Renditen nun am oberen Rand unserer Erwartungen liegen.

Aktien

US-Informationstechnologiesektor glänzt

USA

- Während Aktien in den meisten Regionen schwächeln, ging die fulminante Erholung der US-Märkte im August weiter, vor allem wegen des grossen Gewichts der IT-Firmen in den US-Aktienindizes.
- Sofern der Tech-Sektor nicht kippt, wofür wir zurzeit keinen Anlass sehen, dürften US-Aktien den übrigen Regionen weiter vorausziehen.

Eurozone

- Der Citi Economic Surprise Index, der eingehende Daten an den Erwartungen misst, hat sich deutlich verbessert, und die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone deuten auf eine starke Erholung hin.
- Die Performance der europäischen Börsen spiegelt die Verbesserung der wirtschaftlichen Dynamik aber noch nicht wider. Daher sehen wir in der Eurozone in den nächsten Wochen Raum für positive Überraschungen.

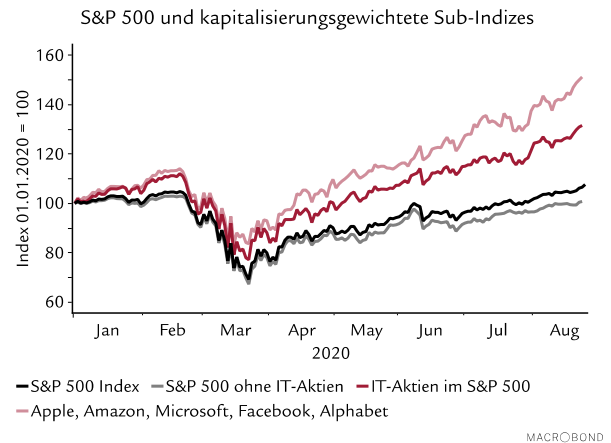
Grossbritannien

- Grossbritannien gehört in dieser globalen Rezession zu den am härtesten betroffenen Industrieländern. Darüber hinaus gab es bei den Handelsgesprächen zwischen der EU und Grossbritannien noch keine wesentlichen Fortschritte. An der klaren Underperformance britischer Aktien hat sich auch im August nichts geändert.
- Wir sehen nur begrenzten Raum für Optimismus und gehen auch für die Zukunft von einer Underperformance des britischen Aktienmarktes aus.

Schweiz

- Die Schweizer Wirtschaft ist in dieser Krise mit einem blauen Auge davongekommen. Wie von uns prognostiziert sank das BIP im zweiten Quartal um 8.2% und damit weniger stark als in anderen wichtigen Industrieländern mit Ausnahme Japans.
- Daher hat sich der Aktienmarkt in den vergangenen Monaten recht robust gezeigt, und wir erwarten nicht, dass sich dies in Zukunft ändern wird.
- Insbesondere gehen wir davon aus, dass ein möglicher zwischenzeitlicher Rückschlag an den weltweiten Börsen in der Schweiz vergleichsweise mild ausfallen würde.

Der Tech-Sektor treibt den S&P 500 an



Der US-Aktienmarkt hat seit Jahresbeginn trotz COVID-19, innenpolitischer Konflikte und geopolitischer Spannungen eine erstaunliche Outperformance erzielt. Grund ist das hohe Gewicht des IT-Sektors («Tech») in den grossen kapitalisierungsgewichteten US-Aktienindizes. Ohne Tech läge der S&P 500 noch weit unter dem Vorkrisenniveau, wie obige Grafik zeigt. Wie nachhaltig ist die US-Tech-Rally nach dem rasanten Anstieg der Bewertungen? Das Kurs-/Gewinnverhältnis der Nasdaq bewegte sich in den letzten zehn Jahren im Bereich zwischen 13 und 23 und ist jetzt auf etwa 32 gestiegen. Doch wie neulich bereits erwähnt, sind Bewertungskennzahlen in Krisenzeiten, wenn sich Gewinnerwartungen schnell verändern, für Anleger kein sehr sinnvoller Massstab. Es gibt für diese hohen Bewertungen auch fundamentale Gründe. Vor allem beschleunigt die Krise den Strukturwandel zur Digitalisierung. Tech-Firmen sind die grossen Krisengewinner, wie auch die relativ soliden Unternehmensgewinne zeigen. Die Tech-Aktien im S&P 500 haben zuletzt die Gewinnerwartungen um 13% und die Umsatzerwartungen um 6% übertroffen. Angesichts dieser soliden Gewinnsituation scheint eine Korrektur bei Tech-Aktien, die der wahrscheinlichste Auslöser einer breiteren Marktkorrektur wäre, nicht in Sicht. Zudem stützt das anhaltend Tiefzinsumfeld diese «Wachstumstitel» sowohl aus Geschäfts- als auch aus Bewertungssicht – sie haben mehr Projekte zu finanzieren als traditionelle «Substanztitel», und ihre Cashflows liegen weiter in der Zukunft und werden auf höhere Barwerte diskontiert.

Währungen

Schwenk auf neutrale Haltung zu EUR/USD

USA

- Nach einem starken Rückgang im Juli gab der USD im August auf handelsgewichteter Basis nur wenig nach. Der USD verlor hauptsächlich gegenüber dem CNY und Rohstoffwährungen wie dem CAD.
- Für das restliche Quartal erwarten wir eine Seitwärtsbewegung des USD gegenüber EUR, CHF und JPY. Die Wirtschaftsdaten dürften weiterhin solide ausfallen und den möglichen negativen Einfluss innenpolitischer Risiken mildern.

Eurozone

- Der Aufwertungstrend des EUR, der im Juli von einem kräftigen Wirtschaftsaufschwung getragen wurde, ging im August angesichts einer Verlangsamung des Aufschwungs zu Ende.
- Wir sind bei EUR/USD auf eine neutrale Haltung umgeschwenkt und sehen EUR/CHF vorerst weiter seitwärts tendierend bei etwa 1,075.

Grossbritannien

- Das GBP überraschte im August mit einer Outperformance. Die britische Währung wertete entgegen unseren Erwartungen zum USD weiter auf und legte sogar zum EUR zu.
- Das GBP dürfte von positiven Unternehmensumfragen profitiert haben. Wir erwarten nach dem Einbruch im zweiten Quartal tatsächlich einen kräftigen Aufschwung, bleiben bei den mittelfristigen Aussichten aber vorsichtig. Da zudem die Handelsgespräche zwischen der EU und Grossbritannien im September kaum vorankommen dürften, schätzen wir GBP/USD negativ ein.

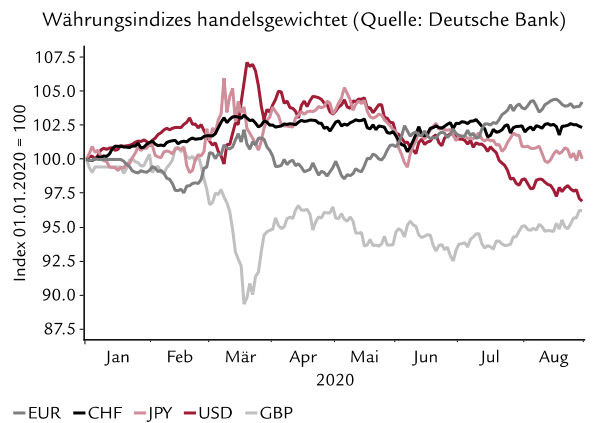
Schweiz

- Auf handelsgewichteter Basis blieb der Franken im August stabil.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF. Wie die letzten Monate gezeigt haben, ist die SNB bereit, einem möglichen Aufwertungsdruck auf den CHF durch Interventionen am Devisenmarkt entgegenzuwirken.

Japan

- Der sonst recht volatile JPY hat sich im August gegen den USD kaum bewegt.
- Wir halten es für unwahrscheinlich, dass sich dies in naher Zukunft ändern wird, und schätzen USD/JPY daher nun neutral ein.

Bild mit Seltenheitswert: Der Euro in Führung




MACROBOND

Nach einer dreimonatigen Rally, die den EUR zur performancestärksten Hauptwährung des Jahres machte, ging der Gemeinschaftswährung im August der Schwung aus. EUR/USD stabilisierte sich bei etwa 1,185 und EUR/CHF bei etwa 1,075 – letzterer aber weiter mit SNB-Unterstützung, wie die stetige Zunahme der Sichteinlagen um durchschnittlich CHF 2 Milliarden pro Woche zeigt. Aktuell halten wir eine weitere Aufwertung des EUR vs. USD für eher unwahrscheinlich und nehmen eine neutrale Sicht auf das Währungspaar ein. In den USA bestehen nach wie vor innenpolitische Risiken (die den USD belasten könnten), doch die Wirtschaftsdynamik erscheint jetzt ausgewogener. Europa verzeichnete im Juli einen kräftigen Aufschwung, aber für August deuten Umfragen auf eine langsamere Erholung hin. Ein möglicher Grund dafür sind neue Beschränkungen in vielen europäischen Ländern aufgrund wieder zunehmender COVID-19-Infektionen. Auch EUR/CHF und USD/JPY sehen wir neutral, jedoch jeweils mit negativer Tendenz. Bei riskanten Anlagen sind aktuell viele positive Entwicklungen eingepreist. Ein Rückschlag bei den Wirtschaftsdaten oder das Wiederaufflammen politischer Risiken könnte daher schnell wieder zu Aufwertungsdruck auf die Fluchtwährungen CHF und JPY führen. Die grösste Überraschung war im August jedoch die Aufwertung des britischen Pfunds. Trotz der offenbar kräftigen Erholung im laufenden Quartal gehen wir weiter davon aus, dass die britische Wirtschaft als eine der letzten zum Vorkrisenniveau zurückkehrt, solange bei den Handelsgesprächen mit der EU keine Fortschritte in Sicht sind. Daher bleiben wir bei unserer negativen Sicht auf die Kursentwicklung des Pfunds zum US Dollar.

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 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 Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, 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.