

Juni 2020

## Zinsen und Anleihen

Zentralbanken drucken keine Jobs

### USA

- Die meisten US-Staaten begannen ihre Lockdowns zu lockern, was trotz zunehmender Arbeitslosigkeit zu besseren Stimmungsindikatoren führte.
- Dank den beispiellosen Anleihenkaufprogrammen des Fed, welche nun auch High-Yield-Anleihen beinhalten, verbesserte sich die Marktliquidität trotz starkem Rückgang der Käufe von US Treasuries seit Ende März markant.

### Eurozone

- Die meisten Länder verzeichneten stark rückläufige Ansteckungen und lockerten daher ihre Massnahmen. Die Stimmungsindikatoren verbessern sich, liegen aber weiterhin im Rezessionsbereich.
- Der vorgeschlagene europäische Hilfsfonds von 500 Milliarden Euro und die erwarteten weiteren geldpolitischen Impulse der EZB führten zu starker Nachfrage nach Risikoanlagen.

### Grossbritannien

- Die Daten zum ersten Quartal fielen zwar besser aus als erwartet, Umfragen deuten aber auf einen drastischen Konjunkturerinbruch im April/Mai hin.
- Die BOE dürfte ihr Anleihenkaufprogramm verstärken. Selbst Negativzinsen sind eine Option, sollten mehr Stimulierungsmassnahmen nötig sein.

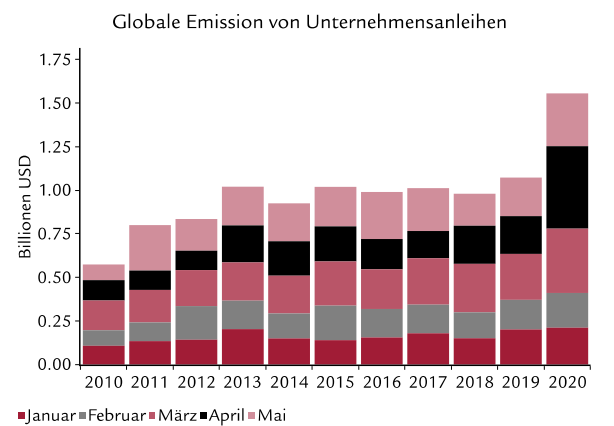
### Schweiz

- Die Schweiz hat die Ansteckungskurve bisher sehr erfolgreich verflacht, wodurch sie sich schneller erholen dürfte als andere Länder.
- Zuflüsse in Fluchtwährungen bringen die SNB in Zugzwang, während sie versucht, eine rapide Aufwertung des CHF zu stoppen.

### Japan

- Japan befindet sich seit Oktober 2019 in einer Rezession und das Schlimmste kommt im zweiten Quartal 2020 erst noch.
- Die BoJ hob die Grenzen für Anleihenkäufe auf und leitete ein Hilfsprogramm für Unternehmen ein. Unterstützung für KMU könnte als Nächstes kommen.

### Zunehmende Schulditelemmission trotz starker Rezession



Da die Ansteckungen in den meisten Industrieländern abnehmen, werden die Einschränkungen aufgehoben. Jede Woche hören wir von möglichen Impfstoffen, die in die klinische Phase eintreten, und die Stimmungsindikatoren verbessern sich. Sieht man die Performance von Risikoanlagen, könnte man fast an eine durch Billionen von Zentralbankgeldern und beispiellose Fiskalimpulse unterstützte V-förmige Erholung glauben. Wir bleiben aber bei der Rally der letzten zwei Monate vorsichtig. Klar verhinderten die Liquiditätsspritzen Markturbulenzen und die fiskalpolitische Reaktion kam schnell, wenn auch ungleichmässig, und im richtigen Umfang, um einen Kollaps der Weltwirtschaft abzuwenden. Aber die Risse werden sich zeigen, denn die Kreditausfälle steigen bereits und die Arbeitslosigkeit nimmt zu. In den letzten Wochen wurden so viele Schuldtitel ausgegeben wie noch nie, während die Gewinne der Unternehmen wohl schrumpfen werden. So sind die meisten Firmen angesichts geringerer Konsumentennachfrage schlechter aufgestellt. Hinzu kommen die neuen Spannungen zwischen den USA und China. Kurz: Eine schrittweise U-förmige Erholung ist viel realistischer. Wir bleiben daher bei einer defensiven Kreditpositionierung, obwohl wir in bestimmten Sektoren und Emittenten Wertpotenzial sehen. Derweil dürften die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen nächsten Monat sinken.

# Aktien

Wie tragbar ist der stimulierungs-basierte Optimismus?

## USA

- Die Lockerung der Massnahmen hatte einen positiven Einfluss auf den Aktienmarkt. Die Märkte profitieren von der Aufhebung der Einschränkungen des sozialen und des wirtschaftlichen Lebens und von der Geldpolitik. Sie ignorieren dabei das Risiko einer zweiten Welle, die trüben Wirtschaftsaussichten und den Handelskonflikt.
- Trotz allem und auch den seit März gestiegenen Bewertungen, dürfte sich der US-Markt dank der unterstützenden Haltung des Fed leicht besser entwickeln als die meisten anderen Aktienmärkte.

## Eurozone

- Die Aktienmärkte der Eurozone beteiligten sich am Aufschwung, blieben aber hinter den USA zurück.
- Zwar könnten vergleichsweise strenge Lockdowns eine Rolle gespielt haben, aber der Hauptgrund für die Unterperformance ist der untervertretene Internet-Sektor in den Indizes in dieser Region.
- Neue Spannungen zwischen China und den USA sowie der Konflikt zwischen der US-Regierung und Social-Media-Firmen machten diesen Vorteil jedoch zunichte, weshalb die Eurozone aufholen konnte.
- Dennoch erwarten wir für den Moment in diesem Markt eine leicht geringere relative Performance, weil der Effekt der Geldpolitik beschränkt und die Koordination der Fiskalpolitik schwierig ist.

## Grossbritannien

- Die britischen Aktienmärkte wurden durch die Geld- und die Fiskalpolitik unterstützt, aber die fundamentalen Probleme nehmen trotz Lockdown-Lockerungen zu.
- Aufgrund des düsteren Wirtschaftsausblicks und erneuter Brexit-Unsicherheit erwarten wir für diesen Markt eine Unterperformance.

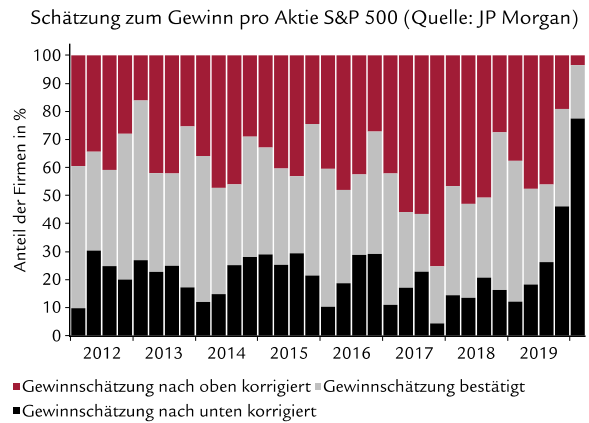
## Schweiz

- Dank seiner defensiven Ausrichtung kam der Schweizer Aktienmarkt recht gut durch die Krise.
- Jetzt, da die Stimmung weniger negativ ist, dürfte der Markt relativ gesehen eine Unterperformance verzeichnen.

## Japan

- Die Lage in Japan entspannt sich etwas, wie die Aufhebung des Notstands in Tokio zeigt.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht.

## USA: Quartalsergebnisschätzungen nach unten korrigiert



Da wir zurzeit eine der tiefsten Rezessionen seit der Weltwirtschaftskrise durchlaufen, könnte man erwarten, dass sich die Aktienmärkte im freien Fall befinden. Die Märkte haben sich aber bereits stark von ihren Tiefs im März erholt. Dies aus zwei Gründen: Erstens verhalten sich die Zentralbanken extrem proaktiv und zweitens blicken die Aktienmärkte bereits sehr zuversichtlich nach vorne. Während das Erste ein starkes Argument ist, sich in die Rally einzukaufen, haben wir Zweifel bezüglich dessen, was die Märkte vorhersehen. Zwar korrigiert Corporate America die Ergebnisschätzungen üblicherweise tendenziell nach oben, doch diesmal ist es anders: Die meisten Firmen des S&P 500 Index senkten nämlich ihre Ergebnisschätzungen oder verzichteten kurzfristig sogar auf entsprechende Angaben. Während der Aktienmarkt also eine rosige Zukunft vorwegzunehmen scheint, sind die Fundamentaldaten trüb und die Ergebnisse könnten negativ überraschen, so dass sich die Anleger in den kommenden Wochen nur noch auf die Hilfe durch die Notenbanken als Kaufargument stützen könnten. Immerhin: solange die Notenbanken ihre Kaufprogramme ausweiten, scheint das mittelfristige Abwärtsrisiko in der Tat kalkulierbar.

# Währungen

Erneute EUR-Abwertung erwartet

## USA

- Der USD wertete im Mai in einem äusserst risikofreudigen Marktumfeld zu den zyklischen Währungen wie EUR, AUD oder Schwellenländerwährungen ab. Die grosse Ausnahme bei den zyklischen Währungen war das GBP, welches zum USD abwertete.
- Wir glauben, dass sich die Weltwirtschaft in den nächsten Monaten langsam erholen wird, finden aber auch, dass die Finanzmärkte einen zu optimistischen Wirtschaftsausblick einpreisen. Daher könnte es wieder zu Risikoaversion kommen und wir ziehen in den nächsten Wochen eine positive Sicht auf den USD vor.

## Eurozone

- Der Euro wurde im Mai durch die Ankündigung eines EU-Hilfsplans befeuert und wertete vs. USD, CHF, GBP und JPY auf.
- Der Plan wird bald einem Realitätscheck unterzogen, was den Optimismus dämpfen und zu einer erneuten EUR-Abwertung führen könnte. Zudem sind die Wirtschaftsprognosen für die Eurozone viel schlechter als für die USA oder die Schweiz, was den EUR im Juni unter weiteren Druck setzen könnte.

## Grossbritannien

- Die politischen, wirtschaftlichen und medizinischen Meldungen aus Grossbritannien waren im Mai negativ, was die GBP-Wechselkurse unter Druck setzt.
- Ausserdem dürften die Brexit-Risiken zunehmen, weil bisher in den EU-Verhandlungen keine nennenswerten Fortschritte erzielt worden sind. Unsere Monatssicht auf GBP/USD ist negativ.

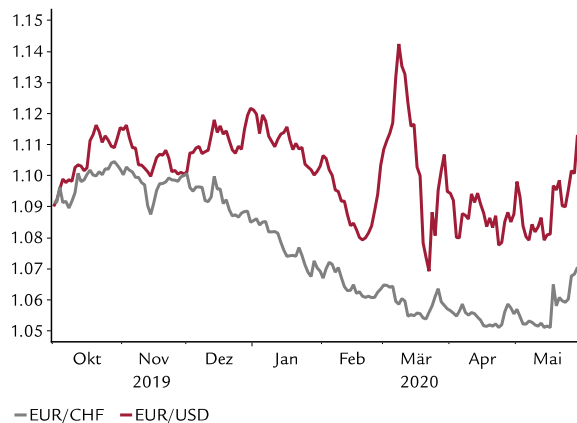
## Schweiz

- Während die SNB an den Devisenmärkten intervenierte, war die Ankündigung des EU-Hilfsfonds im Mai eine willkommene Erleichterung. EUR/CHF näherte sich bei Redaktionsschluss gar der 1.07-Marke.
- Die Erholung von EUR/CHF dürfte nicht von Dauer sein, denn die Risikoaversion könnte im Rahmen grosser politischer Risiken und des ungewissen Wirtschaftsausblicks zurückkommen.

## Japan

- Infolge der allgemeinen «Risk-on»-Stimmung im Mai wertete der JPY auf handelsgewichteter Basis ab.
- Wir sind im Wechselkurs zum USD wieder positiver eingestellt und ändern daher unsere Sicht auf USD/JPY von negativ auf neutral.

## Merkel-Macron-Plan belebt den EUR – vorübergehend



MACROBOND

In der ersten Maihälfte tat sich an den Devisenmärkten nicht viel. Die Volatilität hatte seit dem Peak Mitte März laufend abgenommen und die meisten Devisenpaare hatten sich seit April innerhalb einer engen Spanne bewegt. Dann kam Bewegung in die Sache, am meisten beim EUR: Er schnellte in der zweiten Monatshälfte nach oben und durchbrach zum USD gar die obere Grenze der Handelsspanne von 1.08 bis 1.10. Der Auslöser war die Ankündigung des Merkel-Macron-Plans, des Hilfsfonds von 500 Milliarden EUR, der durch eine gemeinsame Schuldemission finanziert würde. Auch EUR/CHF erholte sich, was der SNB, die unnachgiebig intervenierte, um ein Abrutschen des Wechselkurses unter 1.05 zu verhindern, vorübergehend Erleichterung bringen dürfte.

Dennoch teilen wir den Optimismus nicht: Der EUR dürfte gegenüber USD und CHF im Juni abwerten. Erstens steht der vorgeschlagene EU-Hilfsfonds vor vielen Hürden und die Uneinigkeit zwischen den EU-Mitgliedern dürfte in nächster Zeit zunehmen. Zweitens sind die Konjunkturprognosen für die Eurozone trüber als für die Schweiz oder die USA, weil die Verschuldungsrisiken in Europas Peripherie nach wie vor vorhanden sind und Frankreich nur sehr langsam aus seiner wirtschaftlichen Schockstarre erwacht. Grossbritannien ist der andere Nachzügler Europas: Das Land leidet unter einer langwierigen Epidemie, den späten Lockdowns sowie der Brexit-Unsicherheit, weil die Gespräche mit der EU nicht massgebend voranschreiten. Das GBP dürfte kommenden Monat zum USD abwerten.

## 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 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.