

August 2020

Zinsen und Anleihen

Die Märkte sind nicht die Wirtschaft

USA

- Wegen steigender Ansteckungen im Juli legten einige US-Staaten ihre Öffnungspläne auf Eis oder machten sie rückgängig. In Kalifornien herrscht ein teilweiser Lockdown. Dies trübt die Konsumentenstimmung und die Arbeitslosenanteile steigen.
- Das Fed überprüft derzeit die geldpolitische Strategie und dürfte bis im September Ergebnisse publizieren. Optionen sind explizite Zinskurvenkontrolle und ein aktiverer Einsatz von Kreditfazilitäten.

Eurozone

- Europa erholt sich weiter von der Rezession: Die Einkaufsmanagerindizes kletterten bei relativ moderaten Ansteckungsraten im Juli über 50.
- In einem beispiellosen Schritt Richtung Fiskalunion wird die EU zur Haushaltsfinanzierung erstmals Anleihen begeben und am stärksten vom Virus betroffenen Ländern Mittel zuweisen.

Grossbritannien

- Die britischen Wirtschaftsdaten verbessern sich zwar, aber das drohende Risiko scheiternder EU-Verhandlungen könnte die Erholung bremsen.
- Die BoE sendet gemischte Signale bezüglich einer weiteren geldpolitischen Lockerung aus. Gouverneur Bailey hält die Option von Negativzinsen offen.

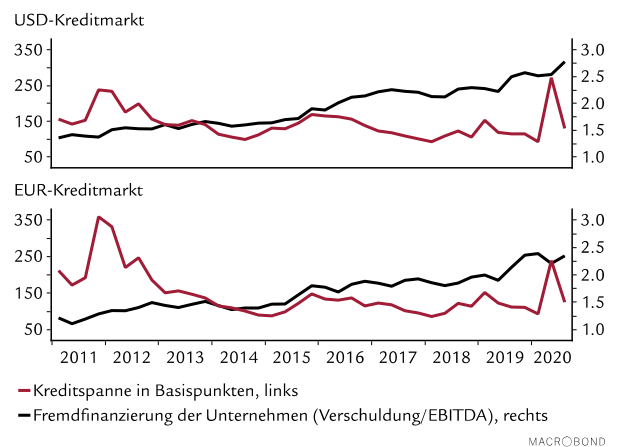
Schweiz

- Die Schweiz dürfte sich 2020 besser entwickeln als andere europäische Länder.
- Der Druck auf dem CHF liess in den letzten Wochen nach, aber die SNB dürfte bei Bedarf intervenieren. Wir erwarten derzeit keine Zinssenkungen.

Japan

- Japan bewältigte die Pandemie recht gut, befindet sich aber in einer tiefen Rezession. Dies führte bei zwei Agenturen zu Rating-Herabstufungen.
- Neue COVID-19-Fälle bedrohen die wirtschaftliche Erholung. Die Bank of Japan erklärte sich für weitere geldpolitische Lockerungen bereit, falls dies erforderlich sein würde.

Mehr Fremdfinanzierung, wieder engere Kreditspannen



«Die Märkte sind nicht die Wirtschaft», heisst es oft in Zeiten wie diesen, wenn sie miteinander im Konflikt stehen. Einige Aktienindizes haben neue Allzeithochs erreicht, und die Kreditspannen verengten sich im Juli in EUR um 24 Basispunkte und in USD um 18 Basispunkte. Derweil leiden die Unternehmensgewinne, die Fremdfinanzierung explodiert (siehe Grafik), die globalen politischen Spannungen nehmen zu und die COVID-19-Pandemie grassiert weiterhin. Aber nicht nur Risikoanlagen performten gut. Sichere Anlagen wie Staatsanleihen und Gold waren jüngst auch gefragt. Die Erklärung liegt auf der Hand: Wenn Zentralbanken Billionen in die Finanzmärkte pumpen, ist eine Vermögenspreis-inflation eine logische Folge. Dieser technische Rückenwind in Form hoher Liquidität dürfte die Spreads zwar deckeln, aber die jüngste Verengung hat sich unseres Erachtens zu weit von den Fundamentaldaten entfernt. Die möglichen langfristigen Risiken einer solchen Erhöhung der Geldmenge darf man auch nicht ausser Acht lassen. Durch eine anziehende Inflation könnten die Zentralbanken restriktiv werden, was für die von Stimulierungen abhängigen Finanzmärkte verheerend wäre. Dieser Fall dürfte kurzfristig nicht eintreten, aber wir gehen angesichts der Diskrepanz zwischen Bewertungen und Fundamentaldaten lieber auf Nummer sicher und bleiben defensiv.

Aktien

Navigieren in schwierigeren Gewässern

USA

- Die US-Aktienmärkte entwickelten sich im zweiten Quartal sehr gut. Diese bemerkenswerte Erholung ist auf die starke geld- und fiskalpolitische Unterstützung, die frühe Wiedereröffnung der Wirtschaft und die bisher unerwartet guten Quartalsgewinne zurückzuführen.
- Aber die meisten guten Meldungen scheinen eingepreist zu sein, was den Markt möglichen negativen Schocks aussetzt. V. a. die jüngste Entwicklung der COVID-19-Pandemie in den USA und die zunehmenden Spannungen mit China könnten die Marktstimmung trüben. Während also der US-Aktienmarkt wohl weiterhin besser performt als der Rest der Welt, werden wir vorsichtiger.

Eurozone

- Die Einkaufsmanagerindizes zeigen einen erfreulichen Konjunkturaufschwung in Europa. Der Aktienmarkt widerspiegelt diese Verbesserungen aber nur teilweise und bleibt hinter seinem US-Pendant zurück.
- Dies ist auf die als weniger effektiv als in den USA geltende Geldpolitik, den stärkeren Euro und die Zusammensetzung des Aktienmarkts zurückzuführen. In der Eurozone ist der Anteil von Tech-Firmen, die von der aktuellen Lage profitieren, kleiner als in den USA. Daher ist es unwahrscheinlich, dass der Eurozone-Aktienmarkt nächstens zu den USA aufschliesst.

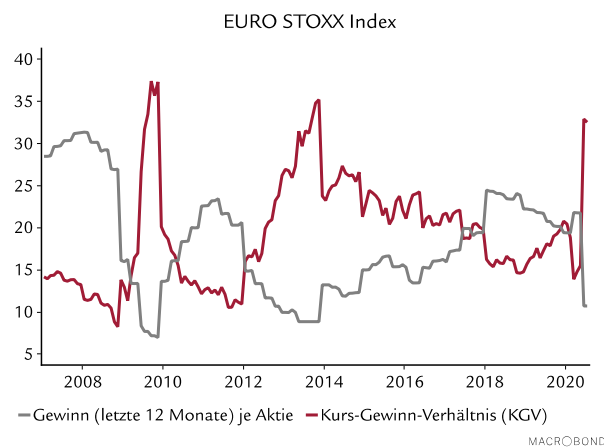
Grossbritannien

- COVID-19, der schmerzvolle Lockdown und die Ungewissheit bezüglich der Handelsbeziehungen mit der EU trafen die britische Wirtschaft hart.
- Zudem besteht der britische Aktienmarkt aus vielen Sektoren, die durch die Pandemie beeinträchtigt wurden. Daher dürfte dieser Markt dem Rest der Welt vorerst hinterherhinken.

Schweiz

- Die solide Performance des Schweizer Aktienmarkts seit Jahresbeginn widerspiegelt seine defensive Natur, wie die Reaktion auf die kurzen Volatilitätsphasen im letzten Monat gezeigt hat.
- Der Schweizer Markt dürfte von der stabileren Währungslage zum Euro und der konjunkturellen Erholung in der Eurozone profitieren und sich entlang den Aktienmärkten dieser Region entwickeln.

Folge eines plötzlichen Gewinnrückgangs für das KGV



Die Bewertung ist eine heiss diskutierte Metrik bei Anlagen, wobei sich einige Investoren stark auf sie verlassen, während andere argumentieren, dass sie im Grunde nutzlos sei. Prinzipiell kann man nicht dagegen argumentieren, den «fairen Wert» einer Anlage als Grundlage für eine Investitionsentscheidung zu verwenden: Warum sollte man für etwas deutlich mehr bezahlen als den zuvor eingeschätzten Wert?

In der Praxis ist die Bewertung einer Anlage jedoch eine schwierige Aufgabe, da eine robuste Bewertung unter anderem die Entwicklung der Erträge in den nächsten Jahren berücksichtigen muss. Aktienanleger verwenden daher vereinfachte Indikatoren wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das auf historischen Gewinnen oder auf den Gewinnerwartungen der Finanzanalysten für das nächste Jahr basiert. Da sich die Unternehmensgewinne im Laufe der Zeit meist wenig sprunghaft entwickeln, ist das KGV in normalen Zeiten ein hilfreicher Bewertungs-Indikator. Es kann jedoch in Zeiten plötzlicher und dramatischer Konjunkturerbrüche, wie z.B. jetzt, spektakulär versagen, da vergangene Gewinne und kurzfristige Gewinnerwartungen als Anhaltspunkt für die nächsten Jahre unbrauchbar werden. Doch gerade in solchen Zeiten wäre die durch die Aktienbewertung auferlegte Disziplin bei Anlageentscheidungen besonders wertvoll. Was kann man also unter diesen Umständen tun? Leider müssen sich die Anleger wieder auf die Fundamentaldaten besinnen und beurteilen, wie realistisch die mittelfristigen Gewinnerwartungen sind, die von den aktuellen Preisen impliziert werden. In einem solchen Umfeld ist ein einfacher Indikator wie das KGV nicht gut genug.

Währungen

Weiterhin eine negative Einschätzung zum USD

USA

- Mit Ausnahme von ein paar zyklischen Schwellenländer-Währungen verlor der USD im Juli gegenüber allen wichtigen Währungen, was unserer negativen Sicht auf den USD entsprochen hat.
- Die negativen Faktoren, die den USD belastet haben (s. Haupttext), dürften im August bestehen bleiben. Daher dürfte der USD vs. EUR, CHF und JPY weiter abwerten, mit GBP als einzige Ausnahme.

Eurozone

- EUR/USD hatte im Juli einen sehr guten Lauf, nicht nur wegen der USD-Schwäche, sondern auch wegen der schnellen Konjunkturerholung in Europa sowie des erfolgreichen EU-Gipfels, an dem die gemeinsame Emission von Schuldtiteln beschlossen wurde. Dies stützte den EUR ebenfalls gegenüber CHF.
- Wir bleiben bei unserer positiven Sicht auf EUR/USD und sehen EUR/CHF im August in einer neutralen Spanne.

Grossbritannien

- Die Rally von GBP/USD im Juli widerspiegelt die Schwäche des USD und weniger die Stärke des GBP. Britische Wirtschaftsdaten waren eher gemischt und die Verhandlungen mit der EU sind festgefahren.
- Wir erwarten für das 3. Quartal keine grossen Fortschritte bei den EU-Verhandlungen. Die Dinge müssen zunächst schlechter werden, bevor sie sich verbessern können (wie bereits letztes Jahr). Daher ist unsere Sicht auf GBP vs. USD und EUR negativ.

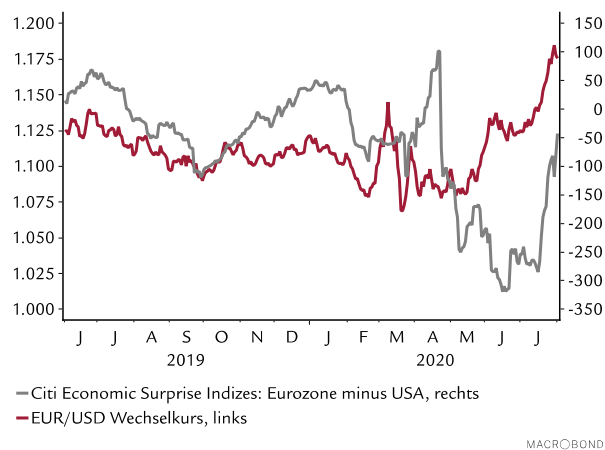
Schweiz

- Der CHF-Aussenwert (handelsgewichtete Basis) blieb im Juli stabil, da eine leichte Abwertung vs. EUR, die wichtigste Handelswährung der Schweiz, die starke Aufwertung vs. USD ausglich.
- Die geopolitischen Risiken dürften steigen, was Fluchtwährungen wie den CHF unter Aufwertungsdruck setzen könnte. Aber die Intervention der SNB wird eine Aufwertung vs. EUR wohl beschränken. Unsere Sicht auf EUR/CHF ist daher neutral.

Japan

- Im Rahmen der allgemeinen USD-Schwäche fiel USD/JPY Ende Juli unter die 105-Marke.
- Wir halten an unserer negativen Sicht auf USD/JPY fest. Neben der USD-Schwäche könnte der JPY erneut von geopolitischen Risiken profitieren.


Wirtschaftsdynamik begünstigt EUR gegenüber USD



Im Juli hatte der USD seinen schlechtesten Monat seit September 2010. Der US-Dollar-Index (DXY), der an einem Korb wichtiger Industrieländerwährungen gemessen wird, verlor satte 4.6%, was den Rutsch seit Mai 2020 beschleunigte. Dafür gibt es drei Gründe: 1. Wie in früheren Ausgaben der «Perspektiven» schon erwähnt, hat der USD aus Carry-Sicht viel an Attraktivität eingebüsst, weil die Zinsdifferenzen gegenüber anderen Währungen eingebrochen sind. 2. Der US-Wahlkampf spitzt sich zu und inländische politische Risiken steigen. Zudem ist es wahrscheinlicher geworden, dass die Demokraten beide Kammern im Kongress und die Präsidentschaft holen könnten, was viele Anleger als negativ für den USD ansehen. 3. Die Wirtschaftsdynamik verlagert sich im 3. Quartal von den USA zur Eurozone, da die USA mit einer Verschlechterung der COVID-19-Lage kämpfen. Der «Citi Economic Surprise Index», der eingehende Daten mit den Erwartungen von Ökonomen vergleicht, erholt sich in der Eurozone rasch, hat in den USA aber seinen Peak wohl schon hinter sich gelassen (s. Grafik). Diese drei Trends dürften im August anhalten. Daher ist unsere Sicht auf USD vs. EUR, JPY und CHF negativ. Der EUR profitierte im Juli zusätzlich von der Einigung der EU zu einem Corona-Wiederaufbaufonds, was das Extremrisiko des Auseinanderbrechens der Eurozone mindert. Die Anlegerstimmung dürfte den EUR vs. USD und GBP zwar weiter stützen, aber unsere Sicht auf EUR/CHF ist aufgrund steigender geopolitischer Risiken neutral. In einem solchen Umfeld dürfte der CHF bei den Anlegern wieder Fluchtwährung Nr. 1 werden, weil der USD seine Attraktivität als Fluchtwährung jüngst eingebüsst hat.

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 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, 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.