

Januar 2021

Zinsen und Anleihen

Reale Verlierer

USA

- Die US-Wirtschaftsdaten überraschen weiterhin positiv, trotz hoher Infektionszahlen und zunehmender regionaler Eindämmungsmassnahmen.
- Da Joe Biden als gewählter Präsident bestätigt ist und Janet Yellen neue Finanzministerin wird, erwarten wir weiterhin eine unterstützende und weitgehend koordinierte Geld- und Fiskalpolitik.

Eurozone

- Obwohl die Eindämmungsmassnahmen erneut verschärft werden, hilft das gezieltere Vorgehen, einen starken wirtschaftlichen Einbruch zu verhindern. Die Einkaufsmanagerindizes stiegen im Dezember bereits wieder Richtung expansiver Bereich.
- Wie erwartet hat die EZB im Dezember ihr Notfall-Anleihenkaufprogramm um EUR 500 Mrd. aufgestockt und ihre anderen Instrumente leicht angepasst. Unterdessen arbeitet die EU noch immer an der Implementierung ihres Hilfspakets.

Grossbritannien

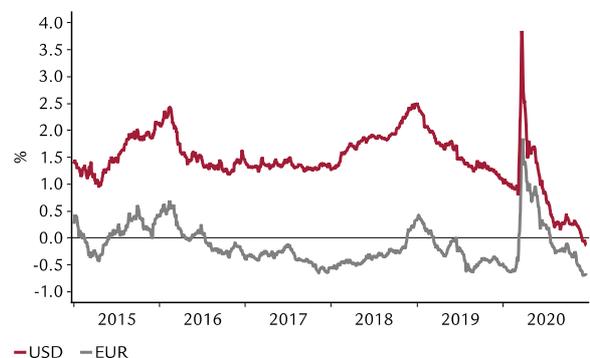
- Die kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten für Grossbritannien bleiben düster. Selbst wenn in letzter Minute noch ein Handelsabkommen mit der EU zustande kommt, sind im ersten Quartal Hindernisse im Handel zu erwarten. Ausserdem erfordern die hohen COVID-19-Infektionszahlen weitere Eindämmungsmassnahmen.
- Die Aufhebung des Verbots von Bankdividenden zeigt zwar, dass die BoE Vertrauen in die Erholung gefasst hat, doch bei einem Scheitern der Handelsgespräche würden wir weitere Hilfen erwarten.

Schweiz

- Die zweite Welle der Pandemie ist heftig, doch die relativ leichten und gezielten Massnahmen dämpfen bisher die wirtschaftlichen Auswirkungen.
- Durch den kräftigen Aufschwung der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr hat der Aufwertungsdruck auf den CHF nachgelassen, wodurch sich die Notwendigkeit von Währungsinterventionen der SNB verringert hat.

Keine Kompensation mehr für erwartete Inflation

Reale Renditen auf Unternehmensanleihen (Rendite auf Bloomberg Barclays Indizes minus Breakeven-Inflationsrate auf 10 Jahre)



Angesichts des beispiellosen Wirtschaftseinbruchs war im März kaum denkbar, dass sich 2020 als gutes Jahr für Anleger in Anleihen erweisen würde. Und doch sind die Spreads von Unternehmensanleihen nur neun Monate später wieder fast so eng wie im Februar und die Gesamrenditen bereits weitaus geringer. Die Renditen von US-Unternehmensanleihen entschädigen die Anleger – zum ersten Mal überhaupt – nicht mehr für die erwartete Inflation (siehe Grafik). Die Anleihen mit negativer Rendite belaufen sich weltweit inzwischen auf rekordhohe USD 18.3 Billionen. Bereits teure Anleihen könnten sich wegen der expansiven Geld- und Fiskalpolitik in Industrieländern wohl noch weiter verteuern. Zusammen mit dem sich beschleunigenden realen Wirtschaftswachstum weltweit und dem vielen geparkten Cash in Geldmarktfonds, sprechen technische wie auch fundamentale Faktoren für eine weitere Renditekompression. Sollten aber Wachstum und vor allem Inflation deutlich steigen, werden Anleger die scheinbar unbegrenzte Unterstützung durch die Zentralbanken («Zentralbank-Put») in Frage stellen. Da der Markt auf diese Liquidität angewiesen ist, darf die Möglichkeit schwerer Rückschläge nicht ausgeblendet werden. Doch da die guten Zeiten wohl noch mindestens drei Monate dauern werden, halten wir an der Übergewichtung von Kreditrisiken und der kurzen Duration fest.

Aktien

Eine Rally und eine Sektorrotation

USA

- Die unmittelbaren Unsicherheiten rund um die US-Wahl liegen nun grösstenteils hinter uns, und den Wirtschaftsdaten zufolge sind die USA in einer besseren Verfassung als andere Länder.
- Weitere Beschränkungen aufgrund steigender COVID-19-Fälle sowie die Stichwahl in Georgia am 5. Januar könnten zu kurzfristiger Volatilität führen. Doch die Märkte dürften darüber hinwegsehen und im «Buy the Dip»-Modus bleiben.
- Vom Aufschwung 2021 sollten Sektoren profitieren, deren Aktien am meisten unter der Pandemie gelitten haben, also KMU und Nicht-IT-Firmen.

Eurozone

- Die immer schärferen Beschränkungen zur Bekämpfung der Pandemie werden die Wirtschaft der Eurozone kurzfristig belasten. Die Aussicht auf Massenimpfungen hat den Ausblick für die Zeit nach den Wintermonaten jedoch stark verbessert. Dies dürfte den Aktienmarkt stützen.
- Aufgrund des hohen Anteils an Sektoren, die von der Pandemie hart betroffen waren, dürfte der Markt der Eurozone von der laufenden Sektorrotation besonders profitieren.

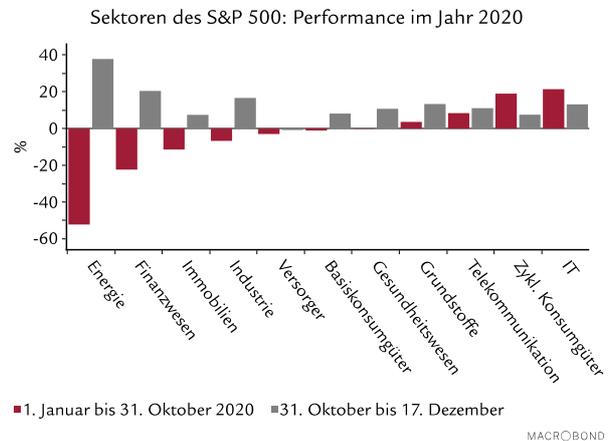
Grossbritannien

- Die Finanzmärkte rechnen immer noch mehrheitlich mit einem günstigen Ausgang der Verhandlungen zwischen der EU und Grossbritannien, und Grossbritannien hat als erstes Industrieland mit Massenimpfungen begonnen. Britische Aktien konnten deshalb ihren bisherigen Rückstand im Jahr 2020 teilweise aufholen.
- Trotz der für 2021 erwarteten Erholung wird Grossbritannien das Industrieland mit der grössten Produktionslücke bleiben, vielleicht abgesehen von Spanien. Daher bleiben wir beim britischen Markt zurückhaltend.

Schweiz

- Angesichts der hohen Risikobereitschaft der Anleger hat der defensive Schweizer Aktienmarkt in den letzten zwei Monaten unterdurchschnittlich abgeschnitten.
- Es ist unwahrscheinlich, dass sich die Stimmung bald ändert, sodass die Schweiz hinter anderen Regionen zurückbleiben dürfte. Zyklische Aktien dürften sich jedoch parallel zum Weltaktienindex entwickeln.

Impfstoffnachrichten haben massive Sektorrotation ausgelöst



Nach den US-Wahlen und den positiven Impfstoffnachrichten kam es zu einer erstaunlichen Aktienrally. Im November verzeichnete Europa mit einem Plus von 18% beim Euro Stoxx 50 den stärksten monatlichen Anstieg aller Zeiten. In den USA fiel der Anstieg geringer aus, aber auch hier müssen wir für einen besseren November bis ins Jahr 1928 zurückgehen. Besonders beeindruckend war die Sektorrotation, die durch die positiven Impfstoffnachrichten ausgelöst wurde. In den USA war die Performancedifferenz zwischen den Sektoren bis Ende Oktober auf satte 73 Prozentpunkte gewachsen: Energie verlor 52% und IT legte um 21% zu (siehe Grafik). Diese Differenz hat sich in den letzten Wochen verringert. Fast alles, was während der COVID-19-Krise verkauft wurde, war plötzlich wieder gefragt. Die Aktienrally setzte sich in der ersten Dezemberhälfte fort, und das positive Momentum dürfte in den nächsten drei Monaten anhalten. Zugegebenermassen sind die Aktienbewertungen mittlerweile hoch, aber alle positiven Faktoren sind nach wie vor vorhanden: starke geld- und fiskalpolitische Unterstützung, geringere politische Risiken, der Mangel an renditestarken Alternativen im Anlageuniversum und insbesondere bessere Aussichten für die Weltwirtschaft 2021. Das Problem ist, dass dies unter den Marktteilnehmern inzwischen Konsens ist, sodass bei negativen Nachrichten (etwa über Komplikationen bei den Impfprogrammen) das Risiko einer Korrektur hoch ist. Angesichts reichlich vorhandener Liquidität und starker geldpolitischer Unterstützung dürften die Anleger allerdings jede Korrektur als Kaufgelegenheit betrachten. Diese «Buy the Dip»-Mentalität wird daher wohl nicht so bald verschwinden.

Währungen

Ende der USD-Verkaufswelle erwartet

USA

- Der Dezember begann, wie der November geendet hatte: mit einer ungebremsen USD-Verkaufswelle, durch die der USD-Index (DXY) bis Redaktionsschluss auf das Niveau von Anfang 2018 sank.
- Dazu trugen eine anhaltend expansive Fed, eine hohe Risikobereitschaft an den Finanzmärkten und etwas schwächere US-Wirtschaftsdaten im Dezember bei. Wir erwarten nun eine wieder stärkere Wirtschaftsdynamik, die den USD stärken dürfte.

Eurozone

- Seit Anfang November geben zyklische Währungen angesichts verbesserter globaler Wachstumsaussichten ein Comeback. Besser als der EUR schnitten unter den Währungen der Industrieländer in dieser Zeit nur AUD und NZD ab.
- Auch von den Wirtschaftsdaten hat der EUR profitiert, besonders von den Einkaufsmanagerindizes, die im Dezember besser ausfielen als erwartet. Die Produktionslücke in der Eurozone ist aber immer noch enorm, und die Wirtschaftsentwicklung dürfte 2021 erneut hinter den USA zurückbleiben, was den EUR wieder unter Druck setzen dürfte.

Grossbritannien

- Das GBP bleibt gut unterstützt, da die Märkte – wie wir auch – noch immer auf ein Handelsabkommen mit der EU in letzter Minute wetten.
- In den nächsten drei Monaten rechnen wir gegenüber dem EUR mit einer Stabilisierung des GBP, gegenüber dem USD dagegen mit einer Abwertung.

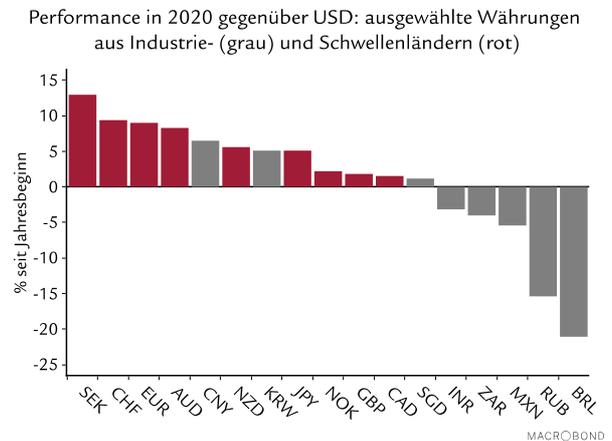
Schweiz

- Der CHF bewegt sich gegenüber dem EUR in einer engen Spanne. Der Rückgang politischer Risiken, der gestiegene Wachstumsoptimismus und gar die Nachricht, dass die Schweiz vom Finanzministerium der USA als Währungsmanipulator eingestuft wurde, hatten auf den Wechselkurs kaum Einfluss.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Haltung zum EUR/CHF, erwarten aber einen gewissen Rückgang der CHF-Stärke gegenüber dem USD.

Japan

- Nach der starken Aufwertung des JPY gegenüber dem USD erwarten wir im ersten Quartal eine Trendwende, da wir den USD in diesem Zeitraum generell positiv einschätzen.

Der USD als schwächste Industrieländerwährung



Für die Devisenmärkte war 2020 ein aussergewöhnliches Jahr. Der USD-Index (DXY) erreichte nach zweijähriger Aufwertung im März 2020 seinen Höchststand und sank anschliessend bis Redaktionsschluss auf den Stand von Anfang 2018. Unsere Wandlung von «USD-Bullen» zu «USD-Bären» im März 2020, die wir vor allem mit dem Schwund des USD-Zinsvorteils («Carry») begründeten, war somit richtig. Tatsächlich hat der USD seit Jahresbeginn 2020 gegenüber allen wichtigen Industrieländerwährungen verloren, am meisten gegenüber SEK, CHF und EUR. Die schwächsten Industrieländerwährungen neben dem USD waren GBP, CAD und NOK, die unter niedrigen Energiepreisen und – im Falle des GBP – unter der anhaltenden Brexit-Ungewissheit litten. Auch für Schwellenländerwährungen war 2020 ein schwieriges Jahr, ausser für asiatische Währungen wie CNY, KRW und SGD, die gegenüber dem USD aufwerteten. Sie profitierten strukturell von ihrem Leistungsbilanzüberschuss und zyklisch von ihrer starken wirtschaftlichen Erholung. Mit Blick auf 2021 gehen die meisten Analysten von einer anhaltenden USD-Schwäche aus. Wir rechnen jedoch damit, dass sich der USD kurzfristig stabilisiert und im ersten Quartal leicht aufwertet. Hauptgrund dafür ist die erwartete schnellere wirtschaftliche Erholung, insbesondere im Vergleich zu Europa. Dies bedeutet, dass die Fed als erste Zentralbank irgendwann signalisieren könnte, dass mittelfristig eine weniger expansive Geldpolitik angezeigt ist, während eine Abkehr der EZB von ihrer ultraexpansiven Geldpolitik kaum möglich erscheint. Darüber hinaus ist die spekulative USD-Positionierung an den Devisenmärkten stark negativ, was meist als konträrer Indikator gilt.

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 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.