

Februar 2018

Zinsen & Obligationen

Notenbanken auf dem Rückzug

USA

- Aufschwung der Weltwirtschaft und steigende Rohwarenpreise führen zu veränderten Inflationserwartungen am Markt für inflationsgeschützte Anleihen
- Anstieg der Nominalzinsen auf US-Treasuries erscheint daher nachhaltig und könnte sich fortsetzen
- Unsere Erwartung von drei Zinsschritten durch das Fed in 2018 wird gemäss Preisen für Fed Funds Futures Kontrakte zunehmend geteilt

Eurozone

- Wirtschaftlicher Aufschwung der Eurozone setzte sich auch im Schlussquartal 2017 fort
- Rufe nach einem Ende des Anleihekaufprogramms der EZB erscheinen verfrüht, weil die Zentralbank ihr Inflationsziel weiterhin verfehlt

Japan

- In Japan übersteigt die Inflationsrate erstmals seit 2015 wieder die Marke von 1%
- Die von der Notenbank angestrebte nachhaltige Rückkehr zu Inflationsraten von 2% oder mehr, halten wir aber in Anbetracht des ausbleibenden Lohndrucks und der Unterbewertung des Yens für mittelfristig unerreichbar

UK

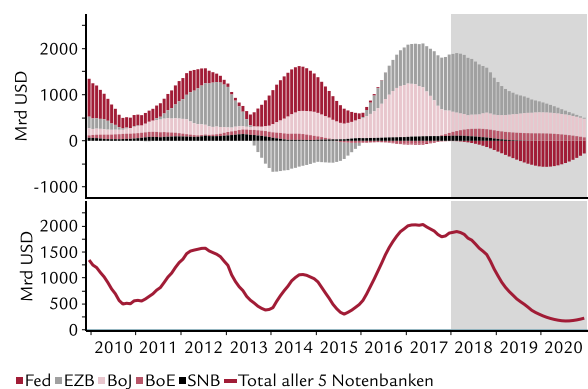
- Inflation stieg nach Brexit-Referendum an: Höhepunkt dieser Entwicklung liegt nun hinter uns und erfordert kein Einschreiten der Bank of England
- Eine expansivere Fiskalpolitik dürfte zu vermehrter Ausgabe von Staatsanleihen führen, welche in Anbetracht der Ungewissheiten um den Brexit erst auf Nachfrage stossen müssen

Schweiz

- Im ersten Monat 2018 kletterte die Rendite auf eine Obligation der Eidgenossenschaft mit zehn Jahren Laufzeit wieder über 0%
- Weil gleichzeitig auch die Inflation auf den höchsten Stand seit 2011 anstieg, bleibt die Realverzinsung weiterhin negativ

Dosierung der Liquiditätsspritzen wird reduziert

Notenbank-Bilanzen (Veränderung über 1 Jahr, geglättete Reihen)



MACROBOND

Was steckt in den USA, Deutschland oder der Schweiz hinter dem Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit über zwölf Monaten? Erstens teilt die Mehrheit der Marktteilnehmer nun unsere Meinung, dass die US Notenbank ihre Leitzinsen 2018 drei weitere Male erhöhen wird. Auch andernorts reduzieren die Zentralbanken die Dosis ihrer geldpolitischen Medizin: Unsere Grafik illustriert, dass die Kaufprogramme der Notenbanken ihren Höchststand im zurückliegenden Jahr erreicht haben. Als zweiten Grund hinter dem Zinsanstieg sehen wir veränderte Inflationserwartungen. Auch diese Entwicklung passt gut mit unserem Basisszenario für die Märkte zusammen. Mittelfristig halten wir jedoch das Zinsanstiegspotenzial für begrenzt und rechnen bis Ende 2018 von den aktuellen Niveaus lediglich mit zusätzlichen zwanzig bis dreissig Basispunkten bei Laufzeiten von zehn Jahren. Weiterhin zielen die Massnahmen von Zentralbanken und Regulatoren auf eine günstige Refinanzierung der Staatsschulden ab. In den USA rechnen wir damit, dass die Rendite auf Treasuries mit Laufzeit von zehn Jahren innerhalb einer Schwankungsbreite fluktuiert, deren oberes Band wir bei 2.8% veranschlagen. Nur ein rasches Überschreiten dieser Schwelle hätte bei uns eine Neubeurteilung der Marktdynamik bis Ende 2018 zur Folge.

Aktien

Unternehmensgewinne als Antriebsfaktor

USA

- Die Performance des S&P 500 ist seit Jahresbeginn extrem stark – mehr als 6% bis zum 25. Januar
- Im Oktober 2015 und März 2016 war die Monatsperformance zum letzten Mal bei 6%, also in Phasen einer Kurserholung nach Rückschlägen
- Positive Revisionen der Gewinnaussichten aufgrund der Steuerreform waren ein Hauptantriebsfaktor

Eurozone

- Das solide Wirtschaftsumfeld ist eine Stütze
- Die Euro-Stärke bietet Gegenwind – Euro Stoxx 50 ist ohne klaren Trend seit Mitte 2017, als der Euro anfang aufzuwerten
- Der Euro hat insbesondere gegenüber USD über die letzten Wochen stark aufgewertet – es ist eine Kombination aus USD-Schwäche und Euro-Stärke

Japan

- Nach beeindruckender Rally im vierten Quartal 2017 startete der Nikkei 225 auch das neue Jahr mit deutlichen Kursanstiegen: + 4% bis zum 25. Januar
- Die Wirtschaftsdynamik unterstützt Aktien
- Auf handelsgewichteter Basis hat sich der Yen über die vergangenen Wochen kaum bewegt – trotz der substanziellen Unterbewertung

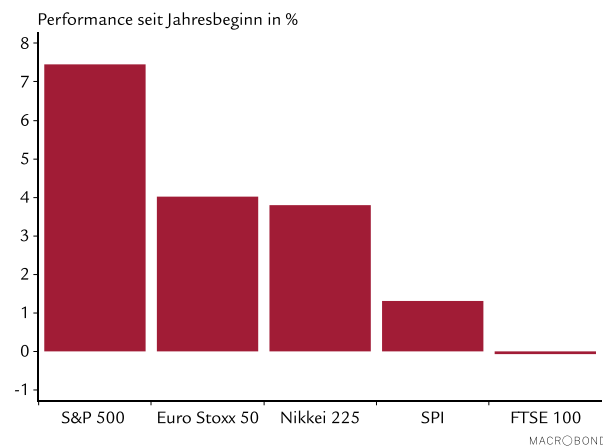
UK

- FTSE 100 ist der einzige Index unter den hier besprochenen, der seit Jahresbeginn eine negative Performance aufweist
- Das stärkere Pfund war ein Bremsfaktor – das handelsgewichtete Pfund erklomm den oberen Schwellenwert der seit 2016 etablierten Handelsspanne

Schweiz

- Schweizer Aktien profitieren von der Abwertung des CHF, welche bereits Mitte 2017 begann
- Die Abwertungsphase des CHF kam im Januar zu einem Stillstand aufgrund der Aufwertung des Franken gegenüber USD
- Der Konjunkturzyklus kann noch weiterlaufen, da die Schweizer Wirtschaft ein Nachzügler des globalen wirtschaftlichen Aufschwungs ist

Ein eindrücklicher Start in das Jahr 2018



Das Jahr 2018 begann mit eindrucksvollen Kursgewinnen in den ersten Handelstagen. Unter den Leitindizes übertraf der S&P 500 alle anderen. In weniger als 20 Handelstagen legte er um 6% zu. Der Euro Stoxx 50 und der Nikkei 225 folgten dieser Dynamik und legten wiederum um 3%-4% in diesem kurzen Zeitraum zu. Die Verabschiedung der Steuerreform im Dezember 2017 ist ein wichtiger Antriebsfaktor für den US Aktienmarkt. Die Analysten revidierten ihre Annahmen zum Gewinnwachstum im 2018 deutlich nach oben. Darüber hinaus befindet sich die Weltwirtschaft in Hochform. Die Wirtschaftsdaten, die bis anhin im 2018 veröffentlicht wurden, untermauern diese Einschätzung. Zur selben Zeit ist die Inflation verhalten und die Notenbanken versorgen die Märkte noch immer mit viel Liquidität. Somit ist das Umfeld für Aktienanlagen vorteilhaft. Wir weisen allerdings auf drei Risikofaktoren hin: i) die Notenbanken verringern langsam den geldpolitischen Impuls, der über die vergangenen Jahre eine grosse Stütze für die Märkte war; ii) die Bewertungen auf den Hauptaktienmärkten sind hoch und iii) die Stimmung der Investoren ist euphorisch. Wir beobachten diese Risiken aufmerksam, bleiben über die nächsten Wochen aber positiv für die Kursentwicklung. Das Hauptargument für die Zuversicht ist das fundamentale Umfeld mit solidem globalem Wachstum und hohen Gewinnerwartungen. Nebst den oben erwähnten Risikofaktoren, behalten wir auch die Gewinnrevisionen im Auge. Sollten die Analysten die Gewinnerwartungen nach unten revidieren, dann bröckelt eine wichtige Stütze des US Aktienmarkts.

Währungen

Zentralbanken und Politik bewegen die Märkte

USA

- Dollar verlor gegenüber den meisten Währungen und insbesondere gegenüber Euro und Pfund – handelsgewichtet fiel der USD bereits um 3% in 2018
- US-Finanzminister Steven Mnuchin sagte am WEF in Davos, dass ein schwacher Dollar gut sei für die USA – es folgten starke Reaktionen an den Devisenmärkten
- Gemäss unserer Schätzung, ist der Dollar derzeit in etwa fair bewertet

Eurozone

- Starker Start in das neue Jahr für den Euro – unterstützend wirken die robuste Konjunktur sowie Spekulationen darüber, ob die EZB früher als erwartet mit der Normalisierung der Zinspolitik beginnt
- EZB dürfte über den starken Euro besorgt sein
- EUR/USD kletterte auf beinahe 1.25 – solche Niveaus wurden letztmals Ende 2014 erreicht

Japan

- Bank of Japan ist und bleibt die Zentralbank mit der lockersten Geldpolitik – unabhängig davon ob die EZB etwas früher mit der Normalisierung beginnt oder nicht
- Inflation in 2018 ist gemäss unserer Prognose leicht über der Schwelle von ein Prozent
- Gemäss unserer Einschätzung ist der Yen immer noch deutlich unterbewertet

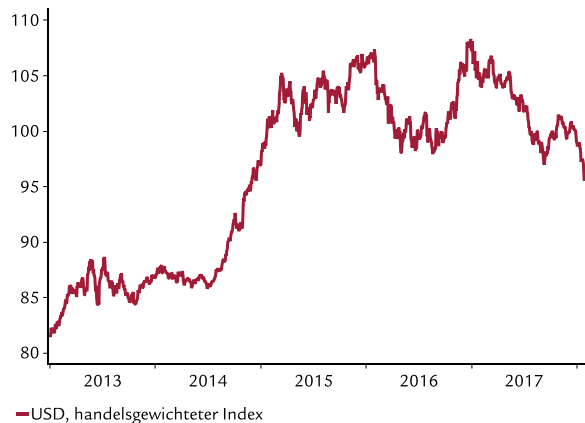
UK

- GBP/USD ist in den ersten Wochen des Jahres von rund 1.35 auf etwa 1.42 angestiegen – mit 1.42 ist der Kurs zurück auf den Niveaus des ersten Halbjahres 2016
- Handelsgewichtetes Pfund kletterte auf den oberen Rand der Handelsspanne, in welcher es sich seit dem Brexit-Referendum befindet

Schweiz

- Der Franken hat gegenüber Dollar seit Jahresbeginn 4% zugelegt
- Wir halten an unserer Einschätzung einer graduellen Abwertung des Frankens zum Euro im weiteren Jahresverlauf fest

Weitere Episode der Dollarschwäche



Source: MACROBOND

Der Greenback hat seit Mitte Dezember 2017 nochmals deutlich an Wert verloren. Auf handelsgewichteter Basis betrug die Abwertung von Mitte Dezember bis zum Redaktionsschluss mehr als 4%. Der handelsgewichtete Index des Dollars ist auf das tiefste Niveau seit Ende 2014 gefallen (siehe Grafik). Diese Abwertung erstaunt in einem Umfeld, in welchem die USA stärkeres Wachstum, höhere Inflation und höhere Zinsen aufweist als die übrigen grossen Volkswirtschaften der entwickelten Welt. Zudem dürfte die Implementierung der US-Steuerreform die Nachfrage nach Dollar erhöhen. Diese Faktoren dürften auch künftig für den Greenback unterstützend wirken. Derzeit herrscht jedoch gegenüber dem Dollar eine negative Marktstimmung vor. Diese wurde in den ersten Wochen 2018 noch von der Politik in den USA verstärkt. Es gab nicht nur einen temporären „Shutdown“ der amerikanischen Bundesverwaltung, sondern auch noch die Aussage des US-Finanzministers Steven Mnuchin, dass ein schwächerer Dollar gut sei für die USA. An den Devisenmärkten gab es nach dieser Bemerkung starke Reaktionen. Weiter interpretierten viele Finanzmarktteilnehmer die Kommunikation der EZB als Zeichen dafür, dass es weniger geldpolitische Unterstützung geben könnte als bisher angenommen. Dies stärkte den Euro. Der Wechselkurs EUR/USD kletterte von 1.20 zu Jahresbeginn auf rund 1.25 am 25. Januar als die EZB ihre Pressekonferenz abhielt. Es wäre nicht das erste Mal, dass sich der USD während einer geldpolitischen Straffung abschwächt oder seitwärts bewegt. Dies geschah auch schon 1994-1995 und 2004-2006.

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 ein E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com



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 Management (France), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret und Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln und Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, London W1G 0PU.

Schweiz: Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.