

März 2018

Zinsen & Obligationen

Märkte versuchen Jerome Powell zu interpretieren

USA

- Die Renditen auf 10-jährige Treasuries durchbrechen das obere Handelsband welches seit 2014 bestand
- Unserer Meinung nach liegt das obere Limit nun bei 3.1% und dürfte zum Ende des zweiten Quartals 2018 erreicht werden
- Sobald die Marktteilnehmer ihre Erwartungen an die künftigen Zinserhöhungen angepasst haben, werden die Zinsen in der zweiten Jahreshälfte 2018 wieder leicht sinken

Eurozone

- Wirtschaftliches Umfeld bleibt robust, aber die Dynamik verlangsamt sich
- Nach einer ruhigeren Phase in der zweiten Hälfte von 2017 tauchen in Deutschland, Italien und Frankreich politische Risiken auf
- Rufe nach einem Ende der Wertpapierkäufe durch die EZB scheinen voreilig, da das Inflationsziel wohl bis 2020 verfehlt wird

Japan

- Der Vorsitzende der Bank of Japan, Kuroda, wurde für fünf weitere Jahre im Amt bestätigt und wird die finanzielle Repression fortführen
- Die Inflationsrate wird später im Jahr 2% erreichen, aber wir erachten dies nicht als nachhaltig

UK

- Auch wenn der Inflationsanstieg nach dem Brexit Referendum hinter uns liegt, erwarten wir eine Zinserhöhung durch die Bank of England im 2018
- Fiskalstimulus führt zu höherer Emission von Gilts; diese müssen aber erst noch Investoren finden

Schweiz

- Die Rendite auf eine Obligation der Eidgenossenschaft mit zehn Jahren Laufzeit kletterte über 0% - wir erwarten sie bei 0.4% zum Jahresende
- Schweizer Zinsen werden dem europäischen Trend nach oben folgen

Annäherung an 3%



—USA: Rendite auf die 10-jährige Staatsanleihe

MACROBOND

Die Volatilität ist zurück. Im Markt für festverzinsliche Anleihen passen die Investoren ihre Erwartungen an die künftige Geldpolitik weiterhin an. Im Fall der USA wird die Einschätzung zusätzlich durch die Übernahme des Fed Vorsitzes im Februar durch Jerome Powell erschwert. Analysten und Investoren versuchen, seine Aussagen zu interpretieren. Allerdings bleibt die Botschaft des Fed an die Anleger vorerst unverändert: „Erwartet für 2018 drei weitere Zinserhöhungen“. Dies bleibt auch unsere Grundannahme für die Geldpolitik in den USA. Zwischenzeitlich diskutieren Marktkommentatoren sogar einen vierten Zinsschritt in diesem Jahr, als Reaktion auf den prozyklischen Fiskalimpuls durch die Trump Regierung. Terminkontrakte auf den Leitzinssatz signalisieren ebenfalls drei weitere Zinserhöhungen für 2018. Es muss in den kommenden Monaten von höher Volatilität ausgegangen werden. Wir erwarten einen Anstieg der Rendite auf zehnjährige US Staatsanleihen auf 3.1% bis zur Jahresmitte, gefolgt von einem leichten Rückgang bis Jahresende. Die plötzlich aufgetretenen Sorgen um die Inflation erscheinen uns übertrieben, insbesondere in Europa. Nichtsdestotrotz passen wir unsere Erwartungen an die Geldpolitik in Grossbritannien an und erwarten nun eine Zinserhöhung in diesem Jahr. Die EZB dürfte ihre Wertpapierkäufe bis ins Jahr 2019 ausdehnen.

Aktien

Eine Korrektur, kein Bärenmarkt

USA

- Fulminanter Start des US Aktienmarkts ins neue Jahr – die Korrektur kam dann anfangs Februar
- Unter den hier betrachteten Indizes stieg der S&P 500 nach der Korrektur am deutlichsten wieder an und ist der einzige Index mit positiver Performance seit Jahresbeginn
- Kursrückschläge werden weiterhin zu Zukäufen auf attraktiverem Niveau genutzt

Eurozone

- Der EuroStoxx 50 hat sich von dem Rückschlag im Februar etwas erholt
- Der Euro hat sich im Februar etwas abgeschwächt – eine Erleichterung für exportorientierte Unternehmen
- Das vorteilhafte Umfeld von solidem Wachstum und tiefer Inflation wird bestehen bleiben

Japan

- Yen hat im Verlauf des Februar deutlich aufgewertet
 - auf handelsgewichteter Basis ist der Yen so stark wie nie seit dem letzten Sommer
- Trotz des Gegenwinds durch die Währung, konnte sich der Nikkei 225 von seinem Tief im Februar etwas erholen
- Geldpolitik und ökonomische Daten bleiben unterstützend

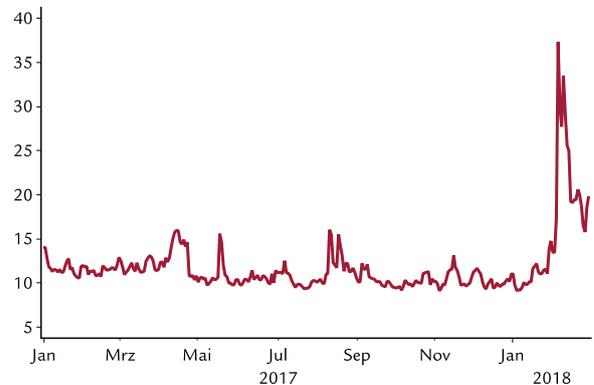
UK

- FTSE 100 hat unter den hier besprochenen Indizes am meisten korrigiert – 6% im Januar und Februar insgesamt
- Politik bleibt kompliziert und wird noch eine ganze Weile eine Belastung bleiben
- Geldpolitik ist auch keine Stütze für den Aktienmarkt – wir erwarten eine Leitzinserhöhung im 2018

Schweiz

- SPI verlor fast 5% im Januar und Februar zusammen
- Schweizer Franken wertete gegen Euro wieder auf, da der Risikoappetit rückläufig war
- Die Schweizer Wirtschaft holt auf und schliesst sich den anderen entwickelten Volkswirtschaften im globalen Aufschwung an

Die Volatilität ist zurück



— Volatilitätsindex des S&P 500, Chicago Board Options Exchange

MACROBOND

Das Jahr 2018 begann mit einer Berg- und Talfahrt an den Aktienmärkten. Nach einem starken Start korrigierten alle grossen Indizes zu Beginn des Februar. Was steckte hinter dieser Korrektur? Ein deutlicher Anstieg der Langfristzinsen in den USA und Europa änderte die Risikostimmung und die Aktienmärkte begannen zu fallen. Ein technisches Element verstärkte die Korrektur: Viele Investoren hatten auf anhaltend tiefe Volatilität gewettet. Dies war im Jahr 2017 eine attraktive Strategie. Durch das letzte Jahr hindurch befand sich die Volatilität auf tiefem Niveau (s. Grafik). Seit die Volatilität im Februar gestiegen ist, haben diese Investoren allerdings einiges an Geld verloren und verstärkten die Korrektur an den Aktienmärkten noch. Was erwarten wir von den Aktienmärkten vor dem Hintergrund höherer Zinsen? Durch den aktuellen Zinsanstieg sind festverzinsliche Anleihen gegenüber Aktien etwas attraktiver geworden. Der kürzlich erfolgte, scharfe Anstieg der Zinsen stellt für uns eine temporäre Anpassung und keinen neuen Trend dar. Inflationärer Druck ist in der US Wirtschaft durchaus auszumachen. Der Markt für Obligationen hat dies zur Kenntnis genommen. Unserer Meinung nach wird die Inflation nicht aus dem Band ausbrechen. Daher erwarten wir auch keinen Anstieg der zehnjährigen US Zinsen deutlich über 3%. In solch einem Umfeld bleiben Aktien attraktiv. Zwei Treiber für die Aktienmärkte bleiben das gute wirtschaftliche Umfeld und der Ausblick für die Unternehmensgewinne. Somit halten wir an dem positiven Ausblick fest, allerdings ist auch weiterhin mit höherer Volatilität zu rechnen.

Währungen

Risikoaversion kehrt zurück

USA

- Starke Abwertung des USD fand ein Ende als die Inflationszahlen höher ausfielen als erwartet
- Zinsdifferential scheint kein relevanter Treiber mehr zu sein für die Entwicklung des Greenback
- Wir haben einen negativen Ausblick für den USD gegenüber anderen Hauptwährungen, da sich Marktteilnehmer über den Fiskalimpuls besorgt zeigen – insbesondere in diesem fortgeschrittenem Stadium des Konjunkturzyklus

Eurozone

- Wir halten an unserem positiven Ausblick für EUR in der mittleren und längeren Frist fest, da die Wirtschaft robust ist
- Kurzfristig kann EUR jedoch unter politischen Risiken leiden – es stehen Wahlen in Italien und der Entscheidung über eine grosse Koalition in Deutschland bevor
- EUR verlor erneut gegenüber CHF seit Mitte Januar vor dem Hintergrund erhöhter Risikoaversion

Japan

- Bank of Japan ist und bleibt die Zentralbank mit der lockersten Geldpolitik – mit der Nominierung von Gouverneur Kuroda für eine zweite Amtszeit wird die Kontinuität der geldpolitischen Ausrichtung unterstrichen
- Nach den überraschend hohen Inflationszahlen von Ende 2017 erwarten wir für 2018 eine durchschnittliche Inflationsrate von 1.6%
- Yen ist immer noch deutlich unterbewertet

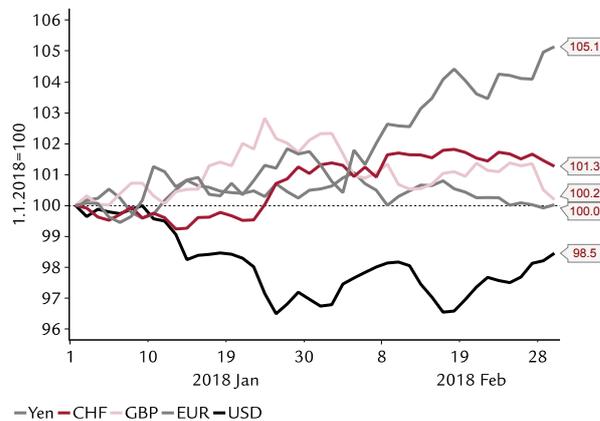
UK

- Ökonomische Zahlen sowie Umfrageresultate haben sich klar verschlechtert und dürften der Aufwertungsphase des Pfund ein Ende setzen
- Wechselkurs von Pfund gegenüber USD ist auf einem Niveau, das zuletzt vor dem Brexit-Referendum erreicht wurde – mit der anhaltenden Unsicherheit dürfte das Pfund nicht weiter steigen

Schweiz

- Tieferer Risikoappetit führte zu einer erneuten Aufwertung von CHF gegen EUR
- Nachdem die Hürden der italienischen Wahlen und deutschen Regierungsbildung genommen sind, dürfte EUR wieder gegenüber CHF zulegen
- SNB hängt weiterhin von EZB ab, um die Normalisierung der Geldpolitik einzuleiten

Risikoappetit treibt Wechselkurse (handelsgewichtete Basis)



Source: MACROBOND

Der rapide Fall des US-Dollar hat, zumindest für den Moment, ein Ende gefunden. Höher als erwartete Inflationszahlen in den USA leiteten einen Rückgang des Risikoappetits ein. Dieser führte nicht nur zu einer Korrektur an den Aktien- und Obligationenmärkten, sondern auch zu einer Aufwertung von USD, Yen und Schweizer Franken. Trotz dieser Aufwertungsphase, bleibt der US-Dollar schwach. Zudem sind Zinsdifferenziale kein verlässlicher Treiber mehr für die Entwicklung des Greenback. Äusserungen des Fed liessen auf eine restriktivere Politik schliessen, der Arbeitsmarkt ist stark und der Fiskalimpuls erfolgt zu einem späten Zeitpunkt im Konjunkturzyklus. All diese Einflussfaktoren vermochten den US-Dollar nicht deutlich zu beflügeln. Viel eher geht die Befürchtung um, dass Fiskalpolitik und Protektionismus zu einer Überhitzung der Wirtschaft führen, ohne die langfristigen Wachstumsaussichten zu begünstigen. Dies führte zu einer Verflachung der Zinsstrukturkurve. In Europa wurde hingegen die Zinskurve steiler. Wenn die Steigung der Zinsstrukturkurven ein Treiber der Währungen bleibt, könnten Befürchtungen um die langfristigen Wachstumsaussichten in den USA und das Zwillingsdefizit (Leistungs- und Fiskaldefizit) dazu führen, dass Investoren vermehrt in andere Währungen als den US-Dollar investieren. Normalerweise geht ein schwächerer Risikoappetit mit einer Aufwertung des CHF einher. Dieser Mechanismus spielte auch in den vergangenen Wochen, fand aber zwischenzeitlich ein Ende. Sobald die Regierungsbildung in Deutschland und Italien geklärt sind, dürfte der EUR wieder gegenüber CHF aufwerten, da er nach wie vor unterbewertet ist.

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.