

Juli 2018

Zinsen & Obligationen

Im Wellenbad der politischen Aufregungen

USA

- Das Fed bestätigt die Fortsetzung seiner Politik der graduellen Leitzinserhöhungen und sieht die Erfüllung seines Inflationsziels näherkommen
- Am Markt richtet sich das Augenmerk der Anleger auf die zunehmende Staatsverschuldung und das steigende Angebot an Staatsanleihen
- Nach dem Rückgang der Langfristzinsen seit Mitte Mai erwarten wir eine erneute Gegenbewegung und leicht steigende Zinsen bis Ende Jahr

Eurozone

- Die EZB erteilt verfrühten Hoffnungen auf baldige Zinserhöhungen eine Absage
- Nichtsdestotrotz wird das Anleihekaufprogramm wohl nur noch bis Ende Jahr fortgesetzt werden
- Anschliessend ist nicht mit einer raschen Straffung der EZB-Bilanz zu rechnen; ablaufende Anleihen werden mittelfristig reinvestiert werden

Japan

- Die Bank of Japan musste zuletzt ihre eigene Inflationsprognose erheblich gegen unten korrigieren
- Vom Ziel der Reflationierung Japans bleiben die Abenomics weit entfernt
- Die Rendite der Staatsanleihe mit einer Laufzeit von zehn Jahren verharrt entsprechend dem Ziel der Notenbank weiter um 0%

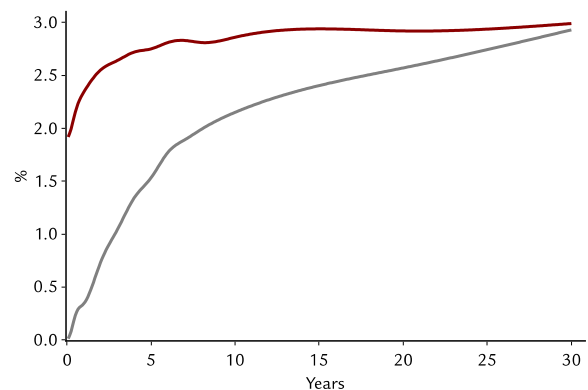
UK

- Gemäss unserer Einschätzung fällt die Inflation bis Ende Jahr unter 2%, die Bank von England braucht sich mit Zinsschritten nicht zu beeilen
- Das BIP-Wachstum dürfte im zweiten Quartal etwas stärker ausfallen als im enttäuschenden Vorquartal

Schweiz

- SNB lässt keinen Zweifel daran, dass eine Normalisierung der Geldpolitik noch nicht angemessen wäre
- Die Inflation liegt punktgenau im angestrebten Zielband der Nationalbank von zwischen 0% und 2%

Stark abgeflachte Zinsstrukturkurve



— Zinsstrukturkurve aktuell — Verlauf am 1. November 2015

MACROBOND

Der Risikoappetit der Anleger bleibt angesichts der deutschen Koalitionskrise, der Bildung einer euroskeptischen Regierung in Italien und fehlender Fortschritte bei den Brexit-Verhandlungen gering. Unter diesen Voraussetzungen war im Juni ein Rückgang der Renditen auf Anleihen jener Länder zu beobachten, die als sichere Häfen in unsicheren Zeiten gelten. In den USA bestätigte die Notenbank, dass sie an ihrem Kurs der geldpolitischen Normalisierung festhalten möchte. Sie unterstrich diese Haltung mit einer weiteren Erhöhung des Leitzinses um 25 Basispunkte. Als Folge davon weitete sich das Zinsdifferenzial zwischen US-amerikanischen und europäischen Anleihen weiter aus. Im Unterschied zu den USA veranlassten eingetrübte Wachstumsaussichten und anhaltend geringer Inflationsdruck die Notenbanken in Europa und Japan dazu, Erwartungen an eine rasche Normalisierung der Geldpolitik zu dämpfen. Zudem findet die fortdauernde Verflachung der Zinsstrukturkurve in den USA immer mehr Beachtung bei Anlegern und Kommentatoren: Sie kann als ein Signal einer mittelfristig aufziehenden Rezession interpretiert werden. In unseren Augen ist entscheidend, dass eine Verschärfung des Handelsstreits ausbleibt. Unter dieser Voraussetzung dürften robuste Konjunkturdaten für eine erneute Trendumkehr bei den Langfristzinsen sorgen.

Aktien

Firmenabschlüsse und Geldpolitik als wichtige Stütze

USA

- Das Gewinnwachstum bleibt über dem langjährigen Durchschnitt
- Gegenüber Zinspapieren bleiben Aktien günstig bewertet
- Signale unserer quantitativen Modelle und geringer Risikoappetit der Anleger raten zu Vorsicht

Eurozone

- Trotz einer leichten Abschwächung seit Jahresanfang wächst die Wirtschaft der Eurozone weiter über ihrem Potenzial
- Die Gefahr einer raschen Normalisierung der Geldpolitik durch die EZB ist vom Tisch
- Bewertung der europäischen Märkte bleibt trotz geringerem Gewinnwachstum als in den USA attraktiv

Japan

- Der Nikkei 225 legte in den vergangenen drei Monaten trotz verschärftem Handelsstreit zu
- Japans Autoindustrie hätte unter einer Eskalation zu einem Handelskrieg zu leiden
- Gegenwärtig erfahren Exporteure leichten Rückenwind in Form einer Abwertung des Yen gegenüber dem US Dollar

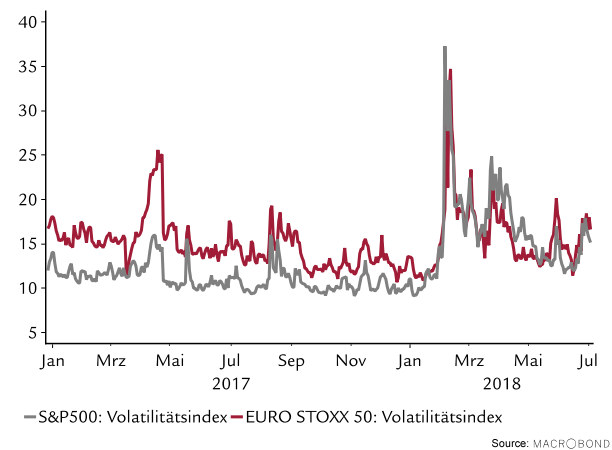
UK

- Nach heftigem Auf und Ab liegt der FTSE 100 Index in etwa auf dem Jahresanfangsstand
- Brexit-Unsicherheiten ziehen eine Abschwächung der Konjunktur in den kommenden Quartalen nach sich

Schweiz

- Nach einer erneuten Aufwertung des Frankens zum Euro in der Folge der italienischen Regierungsbildung pendelt sich der EUR/CHF Wechselkurs zwischen 1.15 und 1.16 ein
- Für Schweizer Exporte ist jedoch das Wachstum der Weltwirtschaft wichtiger als kurzfristige Schwankungen des Wechselkurses
- Insofern hat sich der Ausblick zuletzt etwas eingetrübt

Volatilitätsindizes widerspiegeln erhöhte Skepsis



In den letzten Wochen war die Verschärfung des Handelsdisputs zwischen den USA und China und die harschere Rhetorik zwischen den USA und Europa das Hauptthema unter Investoren. Der globale Risikoappetit nahm ab und folglich mussten risikoreiche Anlageklassen Verluste verbuchen. Die Volatilitätsindizes lösten sich von den aussergewöhnlich tiefen Niveaus, welche im Jahr 2017 vorherrschten. Für die Prognosen über die kommenden Wochen ist es entscheidend, ob der Handelsdisput zu einem regelrechten Handelskrieg eskaliert. In solch einem Szenario wären zahlreiche Volkswirtschaften negativ betroffen und es würde nicht nur die Zuversicht leiden, sondern auch das globale Wirtschaftswachstum zurückgehen. Dies ist jedoch nicht unser Basisszenario. Wir gehen nicht davon aus, dass sich der Handelsdisput zu einem ökonomisch signifikanten Handelskrieg entwickelt. Daher dürfte der Risikoappetit der Finanzmarktteilnehmer in den kommenden Wochen drehen. Wenn die Rhetorik wieder konzilianter wird, dürften die wirtschaftlichen Fundamentaldaten wieder vermehrt ins Zentrum des Interesses rücken. Wir sind verhalten optimistisch, dass risikoreiche Anlageklassen über die nächsten drei Monate eine positive Performance erzielen. Gleichzeitig sind wir jedoch überzeugt, dass sich das Wachstum abschwächen und die Inflation leicht ansteigen wird. Dieses weniger vorteilhafte Konjunkturmilieu wird in der mittleren und längeren Frist auf die Performance der Aktienmärkte drücken. Die zweistelligen Renditen des Jahres 2017 dürften für längere Zeit nicht erreicht werden. Da wir davon ausgehen, dass die Volatilität der Aktienmärkte hoch bleibt, haben wir unser Engagement in risikogeschützten Aktienstrategien verstärkt.

Währungen

EUR dürfte graduell an Wert zulegen

USA

- Relative geldpolitische Ausrichtung unterstützte den USD – in den lange erwarteten Sitzungen vom Juni schlug das Fed einen strengeren Ton an und die EZB klang überraschend milde
- Wir halten an unserer Einschätzung von einem weiteren Zinsschritt des Fed in 2018 und drei Schritten in 2019 fest – bis Jahresende sind an den Finanzmärkten eine bis zwei Zinserhöhungen eingepreist

Eurozone

- Da die EZB das Anleihekaufprogramm bis Dezember 2018 fortführt, fokussieren die Finanzmarktteilnehmer nun auf das Timing des ersten Zinsschritts – dieser dürfte nicht vor Ende 2019 erfolgen
- EUR bewegte sich im Juni seitwärts – aufgrund anhaltender politischer Unsicherheiten in Europa, gehen wir von einem Wechselkurs EUR/USD von unter 1.20 bis Jahresende aus

Japan

- Aufgrund der wirtschaftlichen Verflechtung mit anderen asiatischen Ländern ist Japan dem Risiko eines Handelskriegs zwischen den USA und China besonders ausgesetzt
- Yen dürfte gegen USD in den kommenden Wochen abwerten, da die Zentralbankpolitik zurück in den Fokus tritt – während das Fed den graduellen Zinserhöhungszyklus fortführt, ist die BoJ die akkommodativste grosse Zentralbank

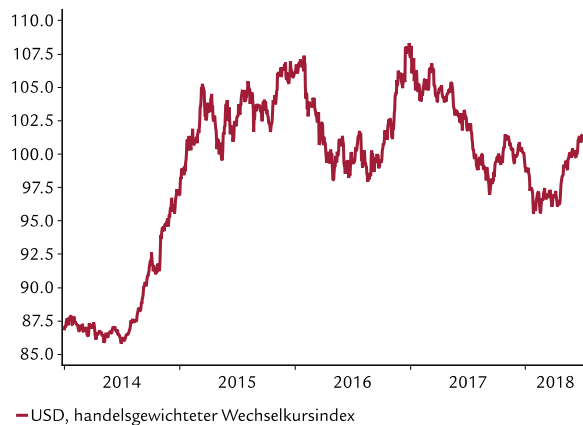
UK

- An den Finanzmärkten ist bis Jahresende immer noch eine Zinserhöhung der BoE eingepreist – diese wird aufgrund des abnehmenden Inflationsdrucks und der Wirtschaftsabschwächung immer unwahrscheinlicher

Schweiz

- Juni war ein relativ ruhiger Monat für CHF
- EUR/CHF dürfte bis Jahresende langsam nach oben klettern – ohne jedoch über 1.20 zu gehen, da die Politik in Europa weiterhin Risiken birgt
- Spekulationen darüber, dass die SNB vor der EZB den ersten Zinsschritt machen könnte, sind nach der Lagebeurteilung vom Juni fast gänzlich verschwunden

USD legt im Juni weiter zu



Das Rally des Greenback, welches im April begonnen hat, setzte sich im Juni fort. Auf handelsgewichteter Basis, kletterte der USD weitere 1.5% nach oben. Der Aufwärtstrend des zweiten Quartals hat jedoch auf einem verhältnismässig tiefen Niveau gestartet. Sogar nach dem kürzlichen Rally hat der US-Dollar im Vergleich zu den letzten Jahren kein ausserordentlich hohes Niveau erreicht. Die Erstarkung des Dollars während dem zweiten Quartal war breit abgestützt. Der Greenback zeigte eine Outperformance gegenüber allen Hauptwährungen – insbesondere dem Euro – und brachte die Währungen der Schwellenländer stark unter Druck. Wir gehen nicht davon aus, dass sich das Dollar-Rally im dritten Quartal fortsetzt. Insbesondere der Euro sollte gegenüber dem Dollar wieder zulegen: die negativen Überraschungen seitens der Politik, die sehr milden Töne der EZB und die enttäuschenden Wachstumszahlen dürften sich im dritten Quartal nicht wiederholen. Zudem sprechen die wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Emerging Markets nicht für eine weitere Abwertung ihrer Währungen. Das Hauptrisiko hierbei ist die Politik: In unserem Basisszenario wurde der Höhepunkt der politischen Unsicherheit, was die Beziehungen zwischen den USA und China sowie die Politik in Europa anbelangt, bereits erreicht. Wir gehen zwar davon aus, dass der Handelsdisput anhält und dass die Politik in Italien ungewiss bleibt und Befürchtungen regelmässig hochkochen werden. Wir erwarten jedoch nicht, dass sich die negativen Überraschungen für die Finanzmärkte in der Geschwindigkeit und im Ausmass der letzten Wochen und Monate fortsetzen werden. Daher liegt in unserem Basisszenario der Höhepunkt der politischen Unsicherheit bereits hinter uns.

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.