

September 2018

Zinsen & Obligationen

Politik bleibt ein wesentlicher Treiber

USA

- Die graduelle Normalisierung der Geldpolitik wird fortgesetzt mit einer weiteren Zinserhöhung des Fed bis Jahresende und drei Schritten in 2019
- Langfristzinsen verharren in einer engen Handelspanne; wir erwarten bei zehnjährigen Laufzeiten bis Ende Jahr einen Anstieg auf 3.10%
- Inflation dürfte Höchststand hinter sich lassen, was Gefahr eines abrupten Zinsanstiegs mindert

Eurozone

- Inflationsrate der Eurozone kletterte auf 2.1%; ohne den hohen Beitrag der Energiekomponenten ist sie aber noch nicht selbsttragend
- Europäische Politik rückt als Marktthema wieder in den Vordergrund – der Brexit bleibt ungelöst
- Das angekündigte Ende der Anleihekäufe durch die EZB bereitet den Boden für höhere Renditen auf Staatsanleihen der südlichen Peripherie

Japan

- Bank of Japan nahm nur geringfügige Änderungen an ihrer Geldpolitik vor und stoppte damit den Aufwärtstrend bei den Langfristzinsen
- Trotz stärkerem Lohnwachstum bleibt Inflationsziel von 2% für die Zentralbank ausser Reichweite

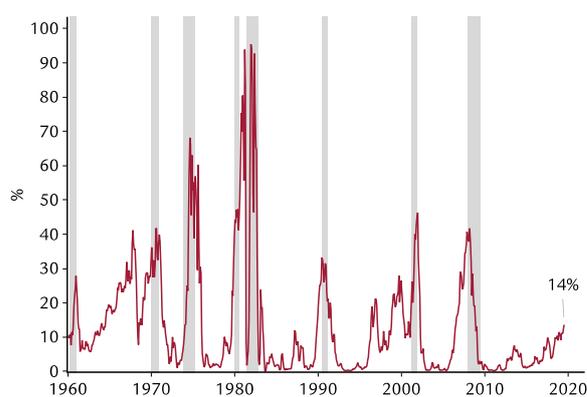
UK

- Bank of England lieferte die erwartete Zinserhöhung
- Ihr Vorsteher sorgte aber nur einen Tag später mit seiner Warnung vor einem „No Deal Brexit“ für einen Kurssturz des britischen Pfunds

Schweiz

- Erneute Aufwertungstendenz beim Franken lässt baldiges Drehen an der Zinsschraube durch Schweizerische Nationalbank noch unwahrscheinlicher werden
- Renditen auf Anleihen der Eidgenossenschaft mit zehnjähriger Laufzeit dürften per Jahresende wieder leicht im positiven Bereich liegen

Was die US Zinsstrukturkurve uns wirklich sagt



— New York Fed Modell zu Rezessionsrisiko für USA (basierend auf Zinskurve)
MACROBOND

Die Ängste vor einem Konjunktüreinbruch als Folge der verschärften Handelspolitik der USA bestätigten sich bisher nicht. Das Wachstum der Wirtschaft fiel im zweiten Quartal insbesondere in den USA stark aus. Dort sorgt die Steuerreform für einen kräftigen prozyklischen Impuls. Die Inflationsraten stiegen zuletzt zwar an, ein Überschiessen über die Zielwerte der Notenbanken ist aber nicht zu befürchten. Selbst die Kombination von kräftigem Wachstum und steigender Inflation führte nicht zu einem kräftigen Anstieg der Nominalzinsen auf Anleihen mit langen Laufzeiten. Dies veranlasst viele Investoren dazu, sich Gedanken zur Struktur der US-Zinskurve zu machen. In den Augen mancher Analysten bedeutet eine flache Zinsstrukturkurve nämlich, dass eine Rezession in den USA kurz bevorsteht. Allerdings ergibt sich gemäss eines Modells der New Yorker Zweigstelle der US Notenbank aus dem aktuellen Verlauf der US Zinskurve nur eine Wahrscheinlichkeit von 14% für eine Rezession bis in einem Jahr. In unseren Augen bleibt die Politik zurzeit das Hauptrisiko für die Anleihemärkte: Der Brexit und Italiens Haushaltspläne dürften in den kommenden Wochen die Schlagzeilen prägen. Auch die Krise um die Türkei gilt es im Auge zu behalten. Bisher erwies sich die Ansteckungsgefahr für andere Schwellenländer allerdings noch als gering.

Aktien

US Aktien läuft wie auf Doping

USA

- In Anbetracht der sich kaum bewegenden Langfristzinsen bleibt der US Aktienmarkt attraktiv bewertet
- Die einheimische Wirtschaft und der Aktienmarkt profitieren in hohem Mass von der Steuerpolitik Donald Trumps
- Wir bleiben auf einen Monat Sicht positiv für den Aktienmarkt, auch aufgrund robuster Signale unserer quantitativen Bewertungsmodelle

Eurozone

- Differenz zum US Markt erklärt sich aus dem Stimulus der Steuerpolitik in den USA und der ungeklärten politischen Fragen in Europa
- Brexit und Unsicherheit um Italiens Budgetpläne belasten die Anlegerstimmung gegenüber Europa
- Stimmungsumfragen und Daten zur Realwirtschaft widerlegen bisher die Befürchtungen vor einer abrupten Abkühlung der Konjunktur in der Eurozone

Japan

- Entgegen vorhergehender Befürchtungen änderte die Bank of Japan ihre Geldpolitik nur geringfügig
- Zusammen mit robusten Konjunkturdaten löste dies in den letzten Wochen ein kleines Erholungsrally am japanischen Aktienmarkt aus

UK

- Zinserhöhung durch Bank of England (BoE) bedeutet höhere Kreditkosten für einheimische Wirtschaft und hilft den Finanztiteln
- Die dem Zinsschritt folgende Warnung des Chefs der BoE vor einem Brexit ohne Abkommen schwächte das Pfund, was den Exporteuren entgegenkommt
- Der Brexit dürfte in den kommenden Wochen zu einem der beherrschenden Themen auf Europas Finanzmärkten werden

Schweiz

- Unternehmensanalysten heben die Gewinnschätzungen für 2019 deutlich an
- Allerdings dürfte die Zuversicht mit der jüngsten Aufwertung des Frankens wieder gedämpft werden
- Zudem bleibt die Schweiz als offene Volkswirtschaft vom Risiko einer Verschärfung des Handelsstreits besonders betroffen

US Aktienmarkt unter der Wirkung der Steuergeschenke



Die unterschiedliche Entwicklung zwischen den Aktienmärkten in den USA und Europa verstärkte sich im vergangenen Monat weiter: Über diese Zeit schlug Amerikas S&P 500 den FTSE 100 Grossbritanniens um rund 6%. In beiden Fällen erklärt die Politik die Kursentwicklung an der Börse zu einem grossen Teil: Die US Wirtschaft und ihr Aktienmarkt werden von den Steuergeschenken der Trump Administration gestützt, derweil in Grossbritannien die Unsicherheiten um den Brexit die konjunkturelle Entwicklung beeinträchtigen. Zum Brexit ist bis zum Kongress der konservativen Partei von Ende September keine Klärung zu erwarten. Dieses Thema wird die Finanzmärkte in den kommenden Wochen bewegen. Dagegen sind die Unternehmensergebnisse weiterhin in der Lage, die Erwartungen der Analysten zu übertreffen, was sogar zu Erhöhungen bei den Prognosen für 2019 führte. Trotz neuen Höchstständen des S&P 500 Index bleibt der Risikoappetit unter den Investoren gering. In der kurzen Frist erkennen wir daher keine Gefahr einer übertriebenen Euphorie gegenüber dieser Anlageklasse. Was wäre aber, wenn die Aktienanleger Signale von anderen Märkten übersehen würden? Sollten sie sich vor der zunehmend flachen Zinskurve in den USA in Acht nehmen? Nach unserer Analyse ist der Zeitpunkt dazu noch nicht gekommen: Typischerweise gehen Perioden mit ähnlichem Muster der Renditen entlang der Laufzeiten mit robusten Aktienmärkten einher. In der Spätphase eines zyklischen Aufschwungs haben die Unternehmen üblicherweise eine starke Preissetzungsmacht, was ihre Ergebnisse stützt.

Währungen

Ein heisser Sommer an der politischen Front

USA

- Dollar wertete sich über den letzten Monat weiter auf, besonders zu Währungen der Schwellenländer
- Wir bleiben positiv für den Dollar, da insbesondere in Europa und der Türkei die politischen Risiken erheblich sind
- Starke Binnenkonjunktur ist eine weitere Stütze für den USD

Eurozone

- Bedenken zu Italien und der Türkei dürften weiter auf dem Euro lasten
- Vorstellung der Haushaltspläne der italienischen Regierung werden Aufschluss geben zur Bereitschaft einer Konfrontation mit Brüssel

Japan

- Wir erwarten eine Seitwärtsbewegung des Yen gegenüber dem US Dollar
- Entwicklung des Yen pendelt zwischen dem Status eines sicheren Hafens und der schädlichen Wirkung eines Handelskriegs auf die Wirtschaft Japans
- Inflation dürfte zum Jahresende temporär unter null fallen

UK

- Wachsendes Risiko eines „No Deal Brexit“ liess den Wert des Pfundes im August stark fallen; zum Dollar fiel das Pfund auf den Tiefststand seit Sommer 2017
- Brexit Ängste bleiben in den kommenden Wochen marktbeherrschendes Thema
- Vor diesem Hintergrund erstaunt die jüngst vorgenommene Erhöhung der Leitzinsen durch die Bank of England

Schweiz

- Angesichts erneuter Unsicherheit um Zukunft der Europäischen Währungsunion spielt der Schweizer Franken einmal mehr seine Rolle als sicherer Hafen
- EUR/CHF dürfte vorerst nicht über 1.14 steigen, die Prognose bis Ende 2018 senken wir auf 1.15
- Sichtguthaben bei der Schweizerischen Nationalbank sind zuletzt wieder leicht gestiegen

Schweizer Franken bleibt ein sicherer Hafen



Der Schweizer Franken bleibt ein guter Indikator zu den Risiken um die Stabilität der Europäischen Währungszone. Im Frühjahr 2017 leitete die Wahl Macrons zum französischen Präsidenten eine Aufwertung des Euros ein. Diese wurde zusätzlich gestützt durch robuste Konjunkturdaten aus der Eurozone. Im April 2018 war es dann soweit: Der Euro kletterte zum Schweizer Franken wieder über die Marke von 1.20, also jenen Wert den die Schweizerische Nationalbank zwischen 2011 und 2015 mit ihrer Mindestkurspolitik verteidigte. Mit der Bildung einer Anti-Establishment Regierung in Italien war diese Entwicklung zu Ende. Neuerlich auftauchende Ängste um ein Auseinanderbrechen der Währungsunion und um Italiens Fiskalhaushalt schwächten den Euro seither erheblich. Der Franken übernahm einmal mehr die Rolle eines sicheren Hafens. Die Währungskrise in der Türkei führte zu erhöhter Besorgnis um die Stabilität der europäischen Banken. Gleichzeitig nahm auch das Risiko eines vertraglosen Austritts Grossbritanniens aus der EU wieder zu. Der Brexit und die Fiskalpolitik Italiens werden auch noch in den kommenden Wochen die dominierenden Marktthemen sein. Wir gehen deshalb nicht von einer raschen Kurserholung des Euros aus und nehmen auch zum Pfund eine vorsichtige Haltung ein. Der US Dollar dagegen dürfte sich in diesem Umfeld gegenüber den europäischen Währungen aufwerten. Dafür sprechen Vorteile beim Wachstumsausblick und die unterschiedliche Ausrichtung der Geldpolitik der jeweiligen Notenbanken.

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 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), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex 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.