

September 2019

## Zinsen und Anleihen

Von Sommerflaute keine Spur

### USA

- Während der Handelskrieg eskalierte, zeigten sich erste Risse in der US-Wirtschaft. Die Stimmungsindekatoren verschlechterten sich insgesamt und die Inversion der US-Zinskurve nahm weiter zu
- Nach der Zinssenkung der US-Notenbank im Juli erwarten wir bis Jahresende zwei weitere Senkungen um je 25 Basispunkte

### Eurozone

- Die makroökonomischen Daten in der Eurozone sind nach wie vor schwach. Deutschland nähert sich einer technischen Rezession, Frankreichs Wirtschaft hält sich viel besser
- Die Staatsanleihenrenditen sind so tief wie noch nie und doch dürfte die EZB im September die Zinsen senken und sehr wahrscheinlich ein neues Anleihekaufprogramm auflegen

### Grossbritannien

- Ein No-Deal-Brexit Ende Oktober wird immer wahrscheinlicher, weil die EU und Grossbritannien sich nicht über den «Backstop» für die irische Grenze einigen können
- Wie die Bank of England geldpolitisch reagieren wird, hängt weitgehend vom Ausgang des Brexit ab. Vorher erwarten wir keine Massnahmen

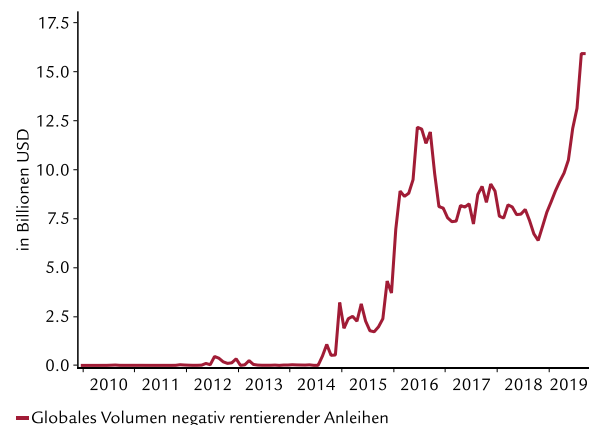
### Schweiz

- Das Geschäftsklima leidet unter der schwachen Auslandsnachfrage und der erstarkten Währung
- Als Gegenmassnahme dürfte die SNB der EZB folgen und die Leitzinsen senken

### Japan

- Die makroökonomischen Daten in Japan überraschten jüngst positiv, während die Inflation weitgehend tief blieb
- Trotz der Yen-Aufwertung gehen wir nicht davon aus, dass die Bank of Japan ihre Geldpolitik wesentlich ändern wird

Über USD 16'000 Milliarden an Anleihen rentieren negativ



Der August ist in der Regel recht ruhig, weil die meisten Marktteilnehmer in den Sommerferien sind. Dieses Jahr aber nicht. Aufgrund der Flut an oft widersprüchlichen Meldungen fanden sich die Anleger in einem Markt mit schwachen Fundamentaldaten, starken technischen Indikatoren und den neusten Trump-Tweets nur schlecht zurecht. Entsprechend hoch war die Volatilität. Obwohl sich die Kreditspannen in den USA und der Eurozone auf Indexebeine nur um 11 bzw. 8 Basispunkte ausweiteten, waren die Schwankungen innerhalb des Tages oft viel grösser. Und Ungewissheit mögen Anleiheninvestoren nicht. Die politischen Risiken führten zu einer Flucht in Qualitätstitel, was die Zinsen weiter drückte. Schudtitel mit negativer Rendite machen heute weltweit über USD 16 Bio. aus, inklusive mehr als die Hälfte des EUR-Investment-Grade-Markts. Die Kreditspannen sind zwar weiterhin recht eng und die Zinsen sind so tief wie noch nie, aber aufgrund des starken technischen Umfelds besteht weiteres Abwärtspotenzial. Wir würden eine temporäre Ausweitung der Kreditspannen als Kaufchance nutzen. Insgesamt sind wir im Kreditrisiko in EUR übergewichtet. Hier erwarten wir, dass ein neues Anleihekaufprogramm der EZB die Spreads weiter verengen wird. Bei Staatsanleihen ziehen wir die USA vor, weil dort die Renditen allgemein höher sind.

# Aktien

Volatilität hält an

## USA

- Der August war dieses Jahr der zweite Monat, in dem US-Aktien im Minus schlossen. In allen anderen Monaten ausser Mai war die Performance positiv
- Der US-Markt hat den Wendepunkt unserer Meinung nach noch nicht erreicht. Solange die Rezessionsängste nicht deutlicher durch Wirtschaftsdaten untermauert werden, dürften US-Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen weiterhin relativ attraktive Renditen abwerfen

## Eurozone

- Der Aktienmarkt der Eurozone litt stark unter dem Wirtschaftsabschwung und den politischen Risiken
- Die Bewertungen sind heute attraktiver, und infolge der äusserst negativen Zinsen dürften die Anleger an ihren europäischen Aktien festhalten. Trotzdem ziehen wir US-Aktien leicht vor, weil diese die politischen und wirtschaftlichen Risiken weniger spüren

## Grossbritannien

- Die kurzfristige Brexit-Unsicherheit bleibt sehr gross und Klarheit zum britischen Aktienmarkt-Ausblick werden wir frühestens im Oktober haben
- Klar ist jedoch, dass die Volatilität hoch bleiben wird, was für uns die Attraktivität britischer Aktien aus risikoadjustierter Sicht schmälert

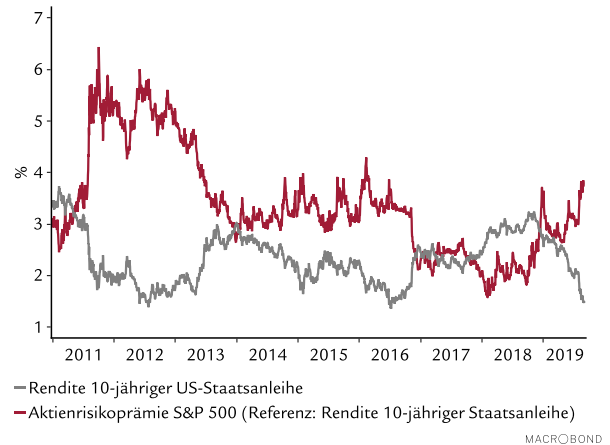
## Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt schlug im August fast alle anderen Märkte, weil viele der grösseren Schweizer Firmen in defensiven Sektoren tätig ist
- Kleinere Firmen, die auf Exporte angewiesen sind und deshalb stärker unter dem harten Franken leiden, performten klar schlechter

## Japan

- Der japanische Aktienmarkt enttäuscht weiterhin und weist seit Jahresbeginn beinahe eine negative Performance auf
- Bisher sahen wir nicht ein, wieso wir uns für japanische Aktien erwärmen sollten, aber angesichts des enormen Performanceunterschieds gegenüber globalen Aktien könnte sich dies bald ändern

## Sinkende Anleihenrenditen treiben Aktienrisikoprämie



Eine grosse Herausforderung bei der Verwaltung von Aktienanlagen ist das Abwägen zwischen Renditepotenzial und möglichen Rückschlägen. Dies ist besonders dann schwierig, wenn die Risiken vor allem auf politische Konflikte zurückzuführen sind, die so gross sind wie kaum je zuvor. Während steigende Erwartungen einer Konjunkturabkühlung meist einen relativ verhaltenen Marktabschwung zur Folge haben, führen Ängste bezüglich politischer Ereignisse in der Regel zu grossen, schnellen und unerwarteten Marktkorrekturen. Als die Handelsspannungen zwischen den USA und China im August wieder eskalierten, nahm die Volatilität folglich zu. An zahlreichen Handelstagen des S&P 500 waren Ausschläge von über 1% zu verzeichnen.

In diesem Umfeld ist die systematische Absicherung des Aktienportfolios gegen grosse Abwärtsrisiken eine effektive Strategie, besonders für Anleger mit beschränkten Risikobudgets. Solche Absicherungsstrategien sind sehr attraktiv, weil sie grosse Ausschläge nach unten dämpfen und dabei das Aufwärtspotenzial aufrechterhalten.

# Währungen

Kein Ende der USD-Stärke in Sicht

## USA

- Die Eskalation des Handelskonflikts führte im August zu einer breit abgestützten Aufwertung des USD. Von den wichtigsten Währungen schlugen sich nur der CHF und der JPY besser
- Die fundamentalen Treiber des USD in diesem Jahr dürften auch künftig bestehen bleiben. Die erwarteten Zinssenkungen durch die US-Notenbank dürften den USD kaum schwächen, denn sie sind bereits eingepreist. Zudem wird die Geldpolitik auch in anderen Ländern gelockert

## Eurozone

- Neuste Daten bestätigen, dass Deutschland möglicherweise auf eine technische Rezession zusteuert, während die EZB eine weitere geldpolitische Lockerung anpeilt. Der EUR wertete vor diesem Hintergrund weiter ab
- Wir bleiben für EUR vs. CHF und USD bei unserer negativen Haltung, weil die Wirtschaftsdynamik in nächster Zeit schwach bleiben dürfte

## Grossbritannien

- Im August liess ein konstruktiverer Tonfall auf beiden Seiten des Ärmelkanals neue Hoffnung auf einen Brexit-Deal aufkeimen und das GBP erholte sich vorübergehend
- Dennoch bleibt das Risiko eines No-Deal-Brexit hoch, insbesondere weil Boris Johnson die Zeit des Parlaments für Brexit-Beratungen einschränken will. Das GBP dürfte nächsten Monat weiter unter Druck geraten

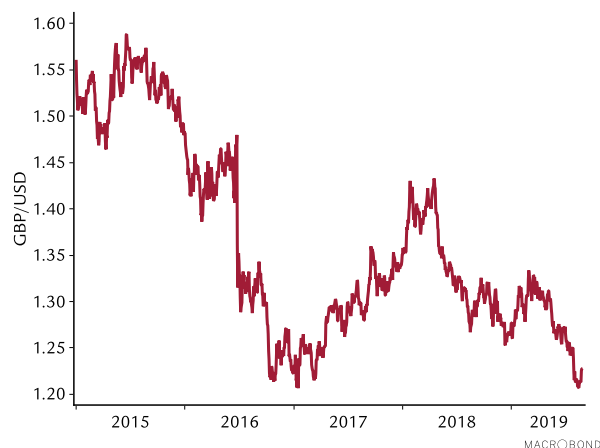
## Schweiz

- Neue Devisenmarktinterventionen der SNB konnten die CHF-Aufwertung im August nicht stoppen
- Angesichts der zahlreichen politischen Risiken und der zunehmenden Rezessionsängste behalten wir unsere positive Sicht auf CHF vs. EUR bei

## Japan

- Wie der CHF war der JPY bei den Anlegern im August als Fluchtwährung gefragt
- Der JPY dürfte gegenüber allen grossen Währungen weiter aufwerten

## Weiterer Druck auf GBP erwartet




US-Präsident Trump ärgert sich über den angeblich zu starken USD und drängt das Fed dazu, die Geldpolitik zu lockern. Präsident Trump sorgte jedoch mit seinen Handlungen in den letzten Monaten selbst für die Erstarkung des USD. Wenn ein Land zusätzliche Zölle erhebt und somit die relativen Güterpreise verändert, besagt die ökonomische Theorie einhellig, dass die Währung aufwerten muss, um die höheren Preise zumindest teilweise auszugleichen. Genau das ist passiert. Zudem verstärkte die neue Eskalation des Handelskonflikts die Rezessionsängste bei den Anlegern und stützte Fluchtwährungen wie den USD und in grösserem Ausmass den JPY und den CHF. Dies dürfte sich im nächsten Monat nicht ändern. Zyklische Währungen wie der EUR, Schwellenländer- und Rohstoffwährungen kommen in einem solchen Umfeld typischerweise unter Druck. Die US-Notenbank wird den Leitzins bis Jahresende wohl um zusätzliche 50 Basispunkte senken, aber weil andere Zentralbanken ihre Politik ebenfalls lockern, dürften die Massnahmen des Fed den USD kaum schwächen.

Das GBP erholte sich Mitte August vorübergehend, dürfte aber erneut unter Druck geraten. Das Risiko eines No-Deal-Brexit bleibt hoch und ein potenzieller Deal, das grösste Aufwärtsrisiko für GBP, wäre erst gegen Ende Oktober zu erwarten. In der Zwischenzeit erwarten wir primär schlechte Neuigkeiten zum Brexit. Unsere Sicht auf GBP/USD für den kommenden Monat ist deshalb negativ.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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 die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, die Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, und die BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **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 die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.