

November 2018

Zinsen & Obligationen

Die Politik weist die Richtung

USA

- Starke Konjunkturdaten und Signale der Notenbank in Richtung rascherer Straffung der Geldpolitik liessen Rendite auf Staatsanleihen mit Laufzeit von zehn Jahren erstmals seit 2011 über 3.2% steigen
- Zwischenwahlen sorgen für erhöhte Volatilität
- Wir erwarten nach wie vor eine weitere Erhöhung der Leitzinsen vor Ende 2018

Eurozone

- Brexit und Italiens Budget spielen die Hauptrolle am Markt und begrenzen das Potenzial für einen Anstieg der Renditen auf deutschen Bundesanleihen
- Das Ende der EZB Anleihekäufe naht und sollte besonders die Zinsen der peripheren Schuldnerstaaten weiter steigen lassen
- Eine Zinserhöhung durch die EZB steht nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2019 zur Debatte

Japan

- Die Zinsstrukturkurve wurde jüngst steiler weil die Bank of Japan vorab in kurze Laufzeiten investierte
- Entgegen gewisser Marktgerüchte erwarten wir keine spektakuläre Änderung in der Geldpolitik; auch eine sanfte Reduktion der Anleihekäufe könnte aber die Renditen moderat steigen lassen

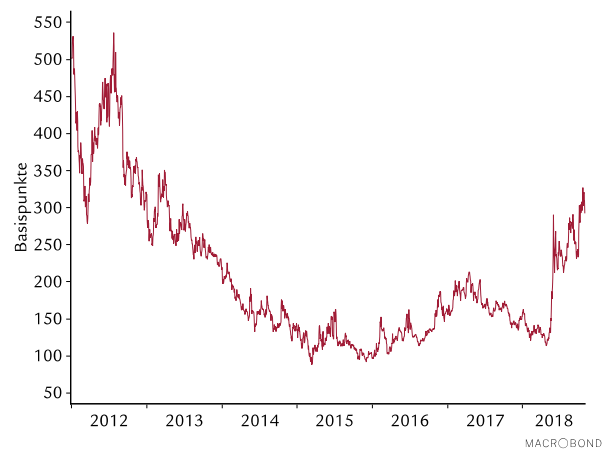
UK

- Nach wie vor ist keine Lösung zum Brexit in Sicht, dies erhöht das Risiko eines „No Deal“ Brexit
- Diese Gefahr veranlasst eine steigende Zahl von Investoren dazu, bis Mitte 2019 keine Zinserhöhung mehr durch die Bank of England zu erwarten

Schweiz

- Eingehende Konjunkturdaten bestätigen erwartete Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik
- Allfälliger Zinsanstieg im Gleichschritt mit Anleihen Deutschlands: Per Ende 2018 erwarten wir die Rendite auf Obligationen der Eidgenossenschaft mit zehn Jahren Laufzeit bei 0.1%

Risikoaufschlag für Italien zu Anleihen Deutschlands



Die politischen Entwicklungen in Europa halten die Investoren in ihrem Bann: Das jüngste Beispiel ist Italien. Die dortige Koalitionsregierung geht mit ihren Haushaltsplänen auf Konfrontationskurs mit der EU, um gegenüber ihrer Wählerschaft wirtschaftspolitische Glaubwürdigkeit unter Beweis zu stellen. Im Lichte der hohen Staatsverschuldung Italiens und dem Ende der Anleihekäufe durch die EZB wenden sich Anleger von Italien ab, was zu einem deutlichen Anstieg des Risikoaufschlags für italienische Staatsanleihen gegenüber jenen Deutschlands gesorgt hat. Die Zinsspanne zwischen Staatsanleihen beider Länder mit zehn Jahren Laufzeit kletterte zuletzt über 300 Basispunkte. Die Ratingagenturen reagierten prompt und nahmen Korrekturen bei der Einschätzung zum Kreditrisiko Italiens vor. Wir erwarten zwar keine Verschlechterung von Italiens Fundamentaldaten in der nahen Zukunft, gehen aber doch davon aus, dass die Volatilität für Anleihen aus Europas Peripherie erhöht bleiben wird. Ein „No-Deal“ Szenario für den Brexit und eine erneute Verschärfung des Handelsstreits zwischen den USA und China zählt ebenfalls zu den Argumenten, weshalb wir derzeit davon absehen, zusätzliche Kreditrisiken einzugehen. Bei Staatsanleihen von Schuldner mit hoher Kreditqualität erwarten wir bis Ende Jahr nur einen moderaten Renditeanstieg.

Aktien

Die Volatilität bleibt hoch

USA

- Die US Wirtschaft wuchs auch im dritten Quartal über ihrem Potenzial, was weitere Leitzinserhöhungen erwarten lässt
- Die gestiegene Verunsicherung hinsichtlich Tempo und Umfang der geldpolitischen Normalisierung durch das Fed macht die Investoren am Aktienmarkt zunehmend nervös

Eurozone

- Die Abwärtsbewegung am US Aktienmarkt belastet Europas Börsen zusätzlich
- Getrübte Anlegerstimmung und zunehmend schwächere Daten zur Realwirtschaft begrenzen das Kurspotenzial im Zuge einer Markterholung
- Italiens Haushaltspläne und der Brexit sorgen als politische Risikofaktoren für erhöhte Volatilität auf Europas Finanzmärkten

Japan

- Noch immer bewegen Gerüchte um eine Änderung der Geldpolitik durch die Bank of Japan den dortigen Aktienmarkt
- Vor dem jüngsten Kurseinbruch kletterte der Nikkei 225 Index auf den höchsten Stand seit 1991
- Reformpläne und mögliche vorteilhafte Effekte des Handelsstreits für Japans Exporteure lassen seinen Aktienmarkt vergleichsweise attraktiv erscheinen

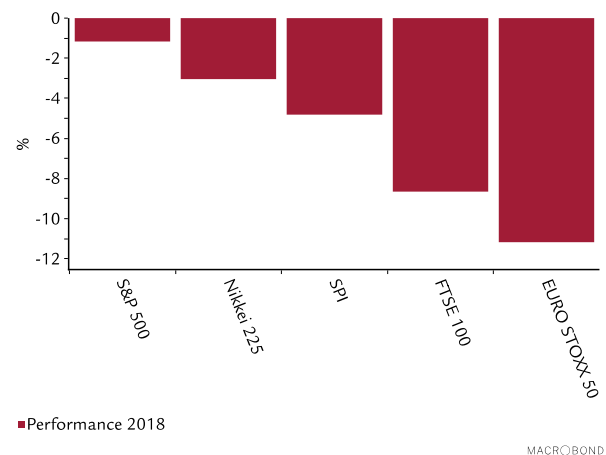
UK

- Der FTSE 100 hinkt dem S&P 500 Index in 2018 deutlich hinterher
- Die grosskapitalisierten Firmen leiden bisher kaum unter der gestiegenen Brexit Unsicherheit. Offensichtlich setzen die Anleger auf deren erhöhte Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der schwachen Währung
- Kleine und mittelgrosse Unternehmen profitieren vergleichsweise weniger von dieser Einschätzung

Schweiz

- Als offene Volkswirtschaft bleibt die Schweiz vom Risiko einer Verschärfung des Handelsstreits besonders betroffen
- Nachlassende Impulse vom sich nun abschwächenden Aufschwung der Weltwirtschaft für die Schweizer Industriefirmen

Aktienmarktentwicklung 2018



Auch wenn nun selbst die führenden amerikanischen Börsenindizes für 2018 eine negative Performance ausweisen, lassen sie die übrigen regionalen Börsenplätze deutlich hinter sich. Seit Anfang Jahr gab der S&P 500 Index 1% ab, gegenüber Verlusten von etwas über 3% im Nikkei 225. Unter Europas Aktienmärkten hielt der Swiss Performance Index die Verluste noch am ehesten in Grenzen. Am Ende der Liste der entwickelten Volkswirtschaften findet sich der EURO STOXX 50 mit Verlusten im zweistelligen Prozentbereich. Der globale Referenzindex für die Schwellenländer von MSCI weist für diese Märkte sogar einen Rückgang um 18% seit Jahresbeginn aus. Konfliktlinien wie der andauernde Handelsstreit, Italiens Budgetstreit mit der EU und der Brexit bestehen fort und werden die Märkte in Europa weiter belasten. Demgegenüber profitieren US Firmen weiter von der Trumpschen Steuerpolitik. Auch die robusten Quartalsabschlüsse dürften den amerikanischen Markt stützen, auch wenn sich das Gewinnwachstum nun abschwächt. Die Sorgen um die US Handels- und Geldpolitik belasten die Aktienmärkte der Schwellenländer nach wie vor, besonders gilt dies für China. Eine noch aggressivere Handelspolitik der USA würde auch Europa und Japans treffen. Die markante Kurskorrektur der vergangenen Wochen sorgte für eine Entspannung bei der Bewertung der Aktienmärkte: Die Investoren passen inzwischen die verlangten Risikoprämien den sich ändernden geldpolitischen Rahmenbedingungen an. Auch die genannten politischen Unwägbarkeiten, insbesondere jene in Europa, werden in den kommenden Wochen für eine erhöhte Volatilität sorgen.

Währungen

Anhaltende Dollarstärke

USA

- Am Markt wird nun mit rascheren Zinsschritten des Fed gerechnet, was den Dollar wie erwartet stützt
- Trotz strafferer finanzieller Rahmenbedingungen in Form einer stärkeren Währung und gefallener Aktienkurse, rechnen wir weiter mit einer Zinserhöhung des Fed im Dezember
- Risiken zur Erwartung eines stärkeren Dollars wären eine rasche Stimmungsumkehr in den Schwellenländern oder ein Inflationsschub in der Eurozone

Eurozone

- Eskalation des Budgetstreits Italiens mit der EU schwächt den Euro gegenüber dem USD
- Auch nach Ende der EZB-Anleihekäufe werden die Leitzinsen auf absehbare Zeit nicht angehoben
- Verschärfung der Krisentendenz in den Schwellenländern würde den Euro zum Dollar weiter belasten

Japan

- Trotz anderweitiger Marktgerüchte meinen wir, dass Premierminister Abes erneuertes Mandat die ultralockere Geldpolitik der Notenbank zementiert
- Die allgemein gestiegene Risikoaversion an den globalen Finanzmärkten liess Yen gegen die europäischen Leitwährungen erstarcken

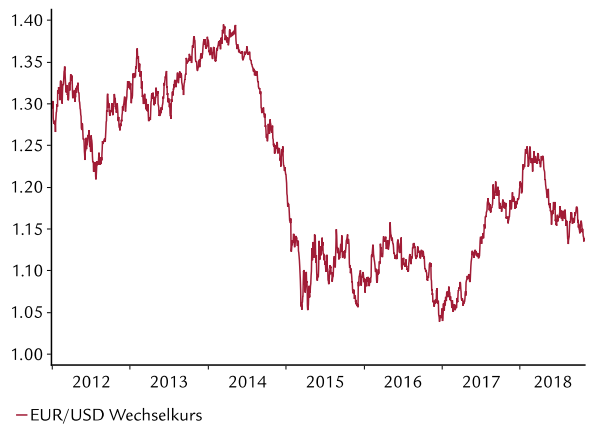
UK

- Wahrscheinlichkeit eines „No Deal Brexit“ nahm auch im Oktober nochmals zu
- Das Pfund wertete zum US Dollar ab, nachdem mehrere Treffen mit den EU Partnern keinen Durchbruch erbrachten
- Risiko einer nochmaligen Abwertung des Pfunds bleibt bis in das erste Quartal 2019 erheblich

Schweiz

- Wir erwarten EUR/CHF auf Ende 2018 weiterhin bei 1.14
- Bedingte Prognose der Schweizerischen Nationalbank sieht selbst bei unveränderter Geldpolitik kein Überschreiten der Inflation bis 2020
- Erwartungen an eine baldige Zinserhöhungen erscheinen daher wenig plausibel

Wird die US Geldpolitik rascher gestrafft als bisher gedacht?



Wir halten an unserer Einschätzung einer fortdauernden Dollarstärke fest. Dieselben Themen, welche die Märkte in den letzten Wochen beherrschten, bleiben bis Ende Jahr entscheidend: Von der US Notenbank gehen Signale aus, dass die Geldpolitik rascher als bisher von den Märkten erwartet gestrafft werden könnte. Die Zinsdifferenz dürfte vorderhand daher im Vergleich zu Europa noch stärker für den Dollar sprechen als bisher. Auch die relative Stärke der US Wirtschaft stützt den Dollar. Derweil nahmen die politischen Risiken in Europa weiter zu. Die Investoren verlangen daher vermehrt eine Risikoprämie auf ihre Engagements in Europa. Weder Italiens Budgetstreit mit der EU, noch der Brexit werden in unseren Augen vor Ende des Jahres endgültig gelöst sein. Vor diesem Hintergrund erhöht sich auch das Risiko, dass die Europäische Zentralbank eine erste Erhöhung ihrer Leitzinsen noch weiter in die Zukunft hinauszögert als bisher angenommen. In diesem Zusammenhang bleibt die Lage für den Schweizer Franken angespannt. Dessen erneute Aufwertung zum Euro und dem britischen Pfund muss erwogen werden. Was den Brexit angeht, rechnen wir nach wie vor mit einer vagen Verhandlungslösung und einer Ausdehnung der Übergangsfristen. Wir nennen dieses Szenario einen „blinden Brexit“. Auch in diesem Fall halten die Ungewissheiten zur finalen Gestalt des Brexit an. Andernorts führt der japanische Yen ein Eigenleben: Die ihn unter anderem stützenden Markterwartungen an eine markant geänderte Geldpolitik teilen wir allerdings nicht.

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.