

Zinsen/Obligationenmärkte

Zinserwartungen werden erneut angepasst

USA

- Die Kommunikation des Fed hat sich erneut geändert, die US-Notenbank klingt deutlich weniger vorsichtig als noch vor ein paar Wochen
- Verschiedene Notenbanker deuteten darauf hin, dass zwei Zinserhöhungen bis zum Jahresende möglich sind
- Die 10-jährigen Zinsen stiegen vom Tiefpunkt von 1.70% auf 1.85% gegen Ende Mai an

Eurozone

- Die Marktteilnehmer werden der Veröffentlichung der neuen Wachstums- und Inflationsprognosen der EZB grosse Aufmerksamkeit schenken
- Während die Zinsen in den USA in der zweiten Hälfte des Mai angestiegen sind, bewegten sie sich in der Eurozone seitwärts

Japan

- Die Geldpolitik der Bank of Japan verliert zunehmend ihren Einfluss auf die Währung – trotz weiteren Lockerungsmassnahmen hat sich der Yen seit Jahresbeginn auf handelsgewichteter Basis um fast 8% aufgewertet
- Die langfristigen Zinsen bewegten sich im Mai seitwärts, um den Wert von -0.1% herum

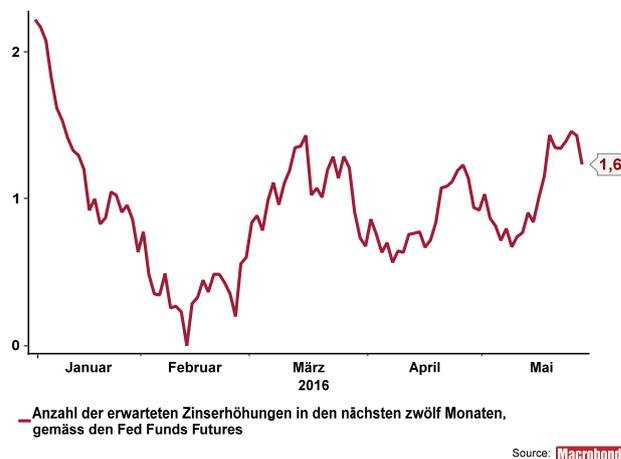
Grossbritannien

- Die Bank von England wird die Stimmauszählung zum EU-Referendum mit grösster Aufmerksamkeit verfolgen
- Wir erwarten, dass das Vereinigte Königreich ein Mitglied der Europäischen Union bleibt
- Bei einem Verbleib in der EU wird die Bank von England in den nächsten Quartalen die Normalisierung ihrer Geldpolitik vorbereiten

Schweiz

- Wir erwarten am 16. Juni keine Änderung der Geldpolitik
- Der CHF ist dank den Interventionen der SNB am Devisenmarkt auf einem für die SNB tolerierbaren Niveau
- Die Renditen auf Obligationen mit Laufzeit von 10 Jahren dürften in den kommenden Wochen im Einklang mit jenen in Deutschland leicht fallen

Eine Zinserhöhung im Sommer ist wieder möglich



Für die Finanzmarktteilnehmer steht die Frage, ob das Fed im Juni den nächsten Zinsschritt vollzieht, immer noch im Raum. Während den letzten Wochen hat sich zu einem die Einschätzung verfestigt, dass die US-Wirtschaft für den nächsten Zinsschritt bereit ist. Zum anderen haben sich die finanziellen Bedingungen deutlich gelockert. Dennoch haben bis vor kurzem die meisten Analysten mit keiner Zinserhöhung im Sommer gerechnet, da das Fed dies nicht kommuniziert hat. Diese Kommunikation hat sich im Mai verändert. Das Protokoll der Sitzung des Offenmarktausschuss im April klang weniger vorsichtig als erwartet. Zudem haben verschiedene US-Notenbanker darauf hingewiesen, dass eine Zinserhöhung im Sommer nicht ausgeschlossen werden soll. Wir erwarten weiterhin zwei Zinserhöhungen bis Jahresende. Das Timing ist diffizil. Die Sitzungen im Juni, September und Dezember eignen sich eher für eine Veränderung der Geldpolitik, da sie mit einer Pressekonferenz verbunden sind. Sie bieten der US-Notenbank eine Plattform, um die Änderung und den weiteren Verlauf der Geldpolitik zu kommentieren. Das Treffen im Juni liegt ungünstig, da es eine Woche vor dem EU-Referendum in Grossbritannien stattfindet. Die letzten Umfragen, welche einen Verbleib in der EU implizieren, sind ein weiterer Grund dafür, dass sich die Märkte auf einen früheren Zinsentscheid vorbereiten. Wir erwarten somit einen Anstieg der langfristigen US-Zinsen über die kommenden Wochen. Wir sehen hingegen einen Abwärtsdruck für die Renditen in der Eurozone aufgrund des Anleihekaufprogramms der EZB. Zudem könnten diverse politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit Griechenland, Spanien und Grossbritannien zu Zuflüssen in sichere Häfen wie zum Beispiel deutsche Bundesanleihen führen.

Aktienmärkte

Das Fed bekennt sich zur geldpolitischen Straffung

USA

- Die Kommunikation verschiedener US-Notenbanker verdeutlicht, dass die geldpolitische Normalisierung fortgesetzt wird
- Die Aktienmärkte haben aus unserer Sicht die erwarteten Zinserhöhungen noch nicht vollständig eingepreist
- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist auf einem Dreijahres-Hoch
- Solche Bewertungsmasse fallen typischerweise in einem Zinserhöhungszyklus

Eurozone

- Das intakte makroökonomische Umfeld sollte risikoreiche Anlagen unterstützen
- An den Finanzmärkten wird der Verbleib des Vereinigten Königreichs in der EU immer stärker eingepreist
- Saisonale Effekte und sich verändernde Erwartungen an die zukünftige Zinspolitik des Fed dürften bis Mitte Sommer auf die Märkte drücken

Japan

- Noch immer bleibt die Kursentwicklung in Japan hinter jener in den anderen hier diskutierten Märkten zurück
- Wir erwarten sowohl fiskalische wie auch geldpolitische Massnahmen zur Unterstützung der inländischen Nachfrage
- Die wahrscheinliche Verschiebung der Mehrwertsteuererhöhung dürfte Konsumgüterproduzenten unterstützen

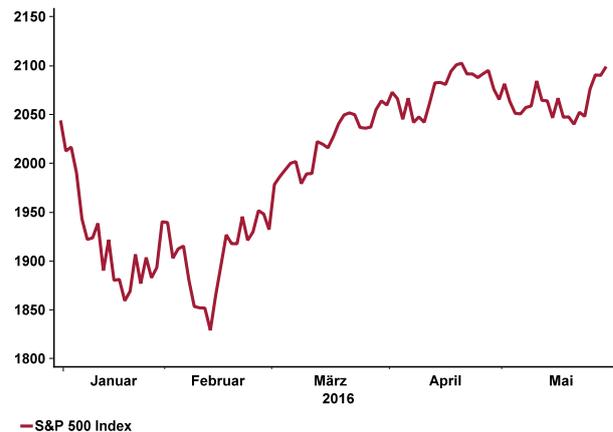
Grossbritannien

- Das Potential für ein „Relief Rally“ an den Aktienmärkten bei der Wahl des Status quo im Rahmen des EU Referendums ist beschränkt, da in diesem Umfeld das Pfund stärker wird
- Je unwahrscheinlicher der Brexit wird, desto eher werden sich die Marktteilnehmer auf eine Normalisierung der Geldpolitik in den nächsten 12 Monaten einstellen

Schweiz

- Die Schweizer Aktienkurse sind in den vergangenen Wochen stärker angestiegen als diejenigen der anderen Regionen
- Der Anstieg der Industrieproduktion im ersten Quartal und die Abschwächung der Währung lassen hoffen, dass das Schlimmste des Frankenschocks überstanden ist

S&P 500 Index nahe dem Rekordstand für 2016



Source: **Macrobond**

Nach einer Korrektur anfangs Mai haben sich die Aktienmärkte in der entwickelten Welt wieder erholt und testen die Höchststände des laufenden Jahres. Trotz dieser Erholung halten wir an der vorsichtigen Einschätzung zum kurzfristigen Potenzial risikobehafteter Anlageklassen fest. Über die letzten Wochen haben Vertreter der amerikanischen Notenbank deutlich gemacht, dass eine weitere Normalisierung des Leitzinses noch immer das Hauptszenario darstellt. Wir erwarten somit weiterhin zwei Zinserhöhungen bis Jahresende. Unserer Meinung nach reflektieren die Aktienbewertungen noch nicht einmal eine moderate Straffung der Geldpolitik. Wie so oft zum Ende eines Zyklus geraten die Unternehmensgewinne unter Druck. Damit sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis von derzeit erhöhten Niveaus normalisiert und der Gefahr der strafferen Geldpolitik gerecht wird, braucht es somit eine Korrektur der Kurse nach unten. Inzwischen ist die Gefahr eines Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU deutlich zurückgegangen, wenn man den Umfragen und Wetten Glauben schenken will. Somit ist das Potenzial einer Entlastungs-Rally unserer Meinung nach eher beschränkt. Ein „Bremain“ würde heissen, dass das britische Pfund aufwertet und somit eher zur Belastung für Exportwerte wird. Risikoanlegeklassen der Eurozone erhalten Unterstützung durch die quantitative Geldlockerung der EZB und abnehmende Ängste, was ein Auseinanderfallen der Währungsunion betrifft. Ein negativer Faktor, der für alle Regionen gilt, ist das saisonale Muster, welches üblicherweise in den Sommermonaten eine schwache Performance der Aktienmärkte nahe legt.

Währungen

Das Fed sitzt noch immer in der Zwickmühle

USA

- Die Entwicklung der Renditespannen sollte die USD Aufwertung fördern – das Thema der Divergenz bleibt somit aktuell
- Das Protokoll der letzten Fed Sitzung und die Äusserungen verschiedener Fed Exponenten führten zur Erwartung der Fortsetzung des Zinserhöhungszyklus diesen Sommer
- Die makroökonomischen Daten zeigen eine Beschleunigung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität an

Eurozone

- Der Euro wertete gegen den CHF auf, als Folge des gestiegenen Risikoappetit und starker Wirtschaftsdaten aus der Eurozone
- Das BIP ist im ersten Quartal kräftig gewachsen, diese Dynamik lässt sich aber nicht beibehalten
- Der Euro sollte sich gegen den US Dollar aufgrund der sich vergrößernden Renditedifferenziale abschwächen

Japan

- Im Monatsverlauf wertete der Yen trotz der lockeren Geldpolitik wieder deutlich auf
- Der Renditeaufschlag und die historische Korrelation deuten auf einen schwächeren Yen gegen USD hin
- Die Erwartungen an weitere Schritte der Notenbank sind gestiegen, insbesondere nach ihrer Inaktivität anlässlich der letzten Sitzung

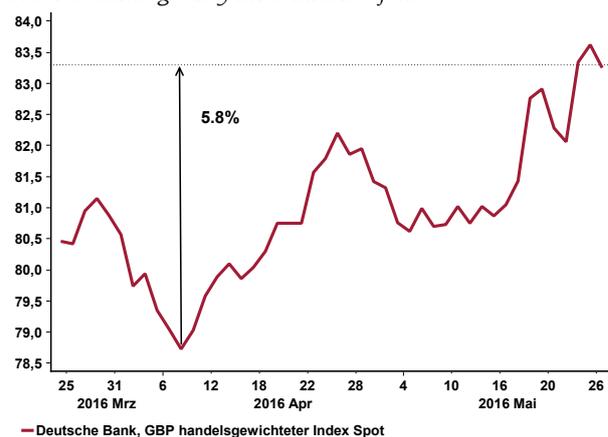
Grossbritannien

- Da die Ängste um einen Brexit deutlich zurückgegangen sind, hat das Pfund in der letzten Zeit wieder aufgewertet
- Das Potenzial für deutlich mehr Aufwertung scheint begrenzt, da sich die Wirtschaft abgekühlt hat

Schweiz

- Die Angleichung der geldpolitischen Ausrichtung der SNB an diejenige der EZB führt zu nur minimaler Bewegung im Wechselkurs EUR/CHF
- Die SNB kauft weiterhin Euros am Devisenmarkt, was die Sichteinlagen weiter ansteigen lässt

Frühe Entlastungs-Rally des Britischen Pfund



Source: **Macrobond**

Die amerikanische Notenbank befindet sich noch immer auf einer Gratwanderung. Die Schwierigkeit ist, den Zinsnormalisierungszyklus weiterzuführen ohne dadurch eine prononcierte Aufwertungsphase des USD auszulösen. Tatsächlich würde diese Aufwertung die finanziellen Rahmenbedingungen einengen und somit ein Signal abgeben, die Zinsen künftig weniger anzuheben. Die Notenbank beeinflusst somit direkt die Variablen, die wiederum in ihre geldpolitische Entscheidungsfindung einfließen. Sie müssen auch verhindern, dass Risikoaversion die Märkte dominiert, was wiederum ungünstige Effekte auf die finanziellen Rahmenbedingungen hätte. Unserer Meinung nach wird das Fed es nichtsdestotrotz wagen, zwei weitere Zinserhöhungen in diesem Jahr durchzuführen, wobei die erste Erhöhung bereits im Sommer stattfinden wird. Das EU Referendum im Vereinigten Königreich am 23. Juni bleibt eine weitere Hürde, die es zu nehmen gilt, auch wenn das Risiko eines Brexit deutlich gesunken ist. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Aufwertung des Pfund wider, welches seit Anfang April auf handelsgewichteter Basis um nahezu 6% gestiegen ist. In diesem Sinne hat die Entlastungs-Rally des Pfund teilweise früher stattgefunden als wir dies gedacht hätten. Wir setzen auf eine weitere Aufwertung des Pfund allerdings wird das Potenzial nach oben durch die nachlassende Wirtschaftsdynamik etwas gedämpft. Die Eurozone ist im ersten Quartal viel stärker gewachsen, als dies allgemein erwartet wurde. Das ungewöhnlich warme Winterwetter hat es möglich gemacht. Diese Wachstumsdynamik ist in den kommenden Quartalen nicht aufrecht zu erhalten. Die Divergenz in der geldpolitischen Ausrichtung zwischen der Federal Reserve und den europäischen Notenbanken wird das bestimmende Thema auf den Devisenmärkten bleiben.

Erstellt und verabschiedet durch das Economics Research Team der 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 Management 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. **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**