

Januar 2019

Zinsen & Obligationen

Von der Politik getrieben

USA

- Das Fed stellt zusätzliche Zinsschritte für 2019 in Aussicht. Wir rechnen mit zwei bis drei weiteren Zinserhöhungen
- Konjunkturdaten schwächen sich leicht ab, die Werte aus Stimmungsumfragen bleiben aber robust
- Firmenabschlüsse bleiben solide, der Ausblick trübt sich aber etwas ein. Verschlechterte Marktstimmung führt zu Ausweitung der Kreditspanne

Eurozone

- EZB beendet das Anleihekaufprogramm per Ende 2018, wird aber bis auf weiteres alle ablaufenden Anlagen reinvestieren. Wir erwarten vorerst keine Zinserhöhung
- Abschwächung der Konjunktur ist über die ganze Region hinweg festzustellen
- Fundamentale Eckwerte zu den Unternehmensanleihen präsentieren sich robuster als in den USA, aber auch Europas Markt konnte sich dem Trend zu höheren Risikoaufschlägen nicht entziehen

Japan

- Wir erwarten Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik durch die Bank of Japan. Allenfalls wird das Volumen der Anleihekäufe in 2019 etwas reduziert

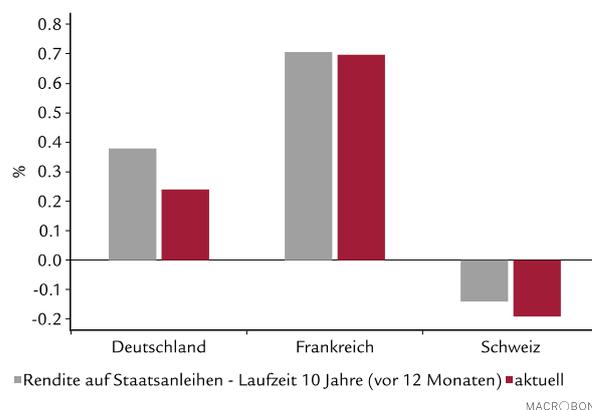
UK

- Trotz starkem Gegenwind aus dem Parlament für Theresa May ist in unseren Augen die Wahrscheinlichkeit für einen „No-Deal“ Brexit zuletzt gesunken
- Bis Klarheit über den Scheidungsvertrag mit der EU herrscht erwarten wir keine Änderung in der Geldpolitik

Schweiz

- Schweizerische Nationalbank (SNB) hält an Negativzinsen fest
- Solange die EZB sich nicht bewegt, erwarten wir keinen Zinsschritt der SNB

2018: Ein weiteres Jahr unter Finanzrepression



Anhaltende politische Risiken und eine Abschwächung der Konjunkturdaten führten zu weiterem Verkaufsdruck an den Märkten für risikobehaftete Anlageklassen. Die Kreditspannen weiteten sich erneut aus, derweil die Renditen auf Staatsanleihen abwärts tendierten. Der Handelsstreit zwischen den USA und China bleibt weiter ungelöst, trotz einstweiliger Aufschiebung weiterer Massnahmen seitens der USA. In Europa beabsichtigen die Regierungen Italiens und Frankreichs eine Erhöhung der Sozialausgaben und riskieren damit die Verletzung der Maastricht-Anforderungen. Die Unsicherheit um den Brexit bleibt weiterhin hoch, auch wenn wir das Risiko eines vertragslosen Austritts aus der EU für etwas geringer einschätzen als noch vor Monatsfrist. Die Märkte haben diese Risiken in unseren Augen eskomptiert. Eine Entspannung an den politischen Frontlinien gepaart mit erhöhter Investitionsbereitschaft der Anleger zu Jahresbeginn öffnet daher Raum für eine Erholung im ersten Quartal 2019. Eine weitere Voraussetzung für eine Rückkehr der Risikobereitschaft ist die Stabilisierung der Konjunkturdaten. In diesem Spannungsfeld dürfte die Volatilität an den Finanzmärkten weiterhin hoch bleiben. Immerhin bleibt der Inflationsdruck entgegen verbeiteter Befürchtungen zu Beginn des Jahres 2018 gering, was die Gefahr eines raschen Anstiegs der Nominalzinsen begrenzt.

Aktien

Im gleichen Trott Richtung Jahreswechsel

USA

- Handelsstreit mit China bleibt ungelöst und sorgt für anhaltend hohe Volatilität
- Auch die Geldpolitik belastet den Aktienmarkt zunehmend und befeuert Diskussionen um gestiegenes Rezessionsrisiko
- Unternehmensabschlüsse bleiben robust, das Gewinnwachstum der Vorjahre wird aber 2019 nicht mehr erreicht

Eurozone

- Die Budgetkrise mit Italien verliert nach Zurückkreben der italienischen Regierung an Schärfe
- Die Bewertung der Aktienindizes ist wieder attraktiver und bestärkt uns darin, in dieser Anlageklasse investiert zu bleiben
- Der Risikoappetit bleibt aber über die Festtage gering

Japan

- Das unterzeichnete Freihandelsabkommen mit der EU setzt ein Zeichen gegenüber der Abschottungstendenz der USA
- Strukturell vorteilhaft für Japans künftiges Wachstumspotenzial ist auch die angestrebte partielle Öffnung des Arbeitsmarkts zu sehen

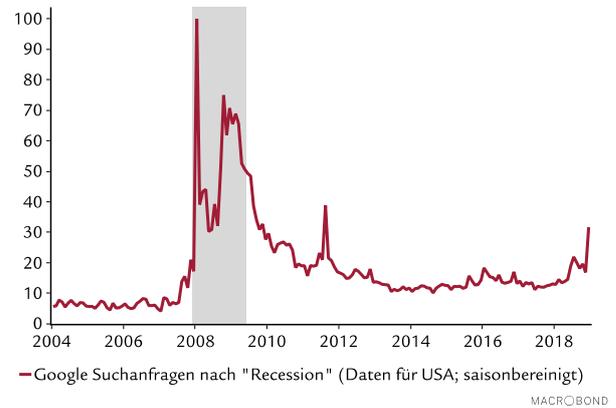
UK

- Grossfirmen erzielen einen hohen Anteil ihrer Umsätze im Ausland, eine Abwertung des Pfunds würde kurzfristig die übrigen Brexit-Risiken aufwiegen
- Die kleinen und mittelgrossen Unternehmen werden stärker durch das Szenario eines „No-Deal“ Brexit in Mitleidenschaft gezogen

Schweiz

- Drittstärkste Aufwertung des Schweizer Frankens in den letzten zehn Jahren belastet Gewinnaussichten für Schweizer Unternehmen
- 2018 endet als verlustbringendes Börsenjahr, insbesondere im Segment der Small Caps

Steigendes Interesse am Rezessionsrisiko



Nach einem jahrelangen Aufschwung steigt die Furcht vor einer baldigen Rezession. Zeitgleich mit der Rückkehr der Volatilität an den Aktienmarkt stieg in den USA das Volumen an Internet-Suchanfragen nach dem Begriff „Recession“. Über das Gesamtjahr gesehen, präsentierte sich der Aktienmarkt in den USA im Vergleich unter den Regionen am stärksten, trotz einem regelrechten Ausverkauf in den Schlusswochen. Per 17. Dezember 2018 ergab sich für den S&P 500 Index ein Jahresverlust von 2.5%, derweil die Performance andernorts noch schlechter ausfiel. In besonders ungünstigem Licht präsentieren sich die Märkte der Schwellenländer. In US Dollar gerechnet, gab der MSCI Index für diese Regionen um 16% nach. Die Diskussion um die Fortdauer des Aufschwungs der Weltwirtschaft und die fortschreitende Normalisierung der Geldpolitik prägten die Märkte im zu Ende gehenden Jahr. Für die erheblich gestiegene Volatilität im ganzen Jahresverlauf war jedoch die Politik besorgt: Donald Trumps Steuergeschenke stützten die Konjunktur und den Aktienmarkt in den USA, derweil der Handelsstreit mit China mit gewisser Regelmässigkeit für Kursdämpfer sorgte. In Europa beherrscht seit Ende der Sommerpause der Brexit die Schlagzeilen. Italiens Budgetstreit mit der EU und die Proteste der „Gilets jaunes“ in Frankreich belasteten die Anlegerstimmung in zusätzlich. Angesichts der nachlassenden konjunkturellen Dynamik wiegen die ungelösten politischen Probleme besonders auf den Märkten. Die Volatilität am Aktienmarkt scheint daher gekommen um zu bleiben.

Währungen

US-Dollar profitiert von der starken US-Wirtschaft

USA

- Vor dem Hintergrund erhöhter Marktvolatilität und politischer Risiken profitiert der USD von seiner Eigenschaft als sicherer Hafen. Die starken US-Wirtschaftszahlen wirken ebenfalls unterstützend
- Der Markt hat Zinserhöhungen der US-Notenbank zunehmend ausgepreist. Diese Bewegung ist unseres Erachtens zu weit gegangen
- Eine Normalisierung der Zinserwartungen könnte dem USD Rückenwind bescheren

Eurozone

- Der Euro blieb gegenüber USD und CHF unter Druck. Die Konjunkturdaten haben sich weiter abgeschwächt, und der langen Liste politischer Risiken in Europa wurde jüngst Frankreich hinzugefügt
- Die EZB hat zwar wie erwartet das Ende des Anleihenkaufprogramms bekanntgegeben, ansonsten allerdings ihre vorsichtige Haltung bekräftigt
- Wir rechnen weiter mit einem schwachen Euro, da uns die politischen Risiken erhalten bleiben und wir mit anhaltender Wachstumsschwäche rechnen

Japan

- Der JPY hat sich zum USD jüngst seitwärts bewegt
- Anhaltende Risikoaversion an den Märkten spricht für den JPY, die geldpolitische Divergenz zu den USA eher dagegen

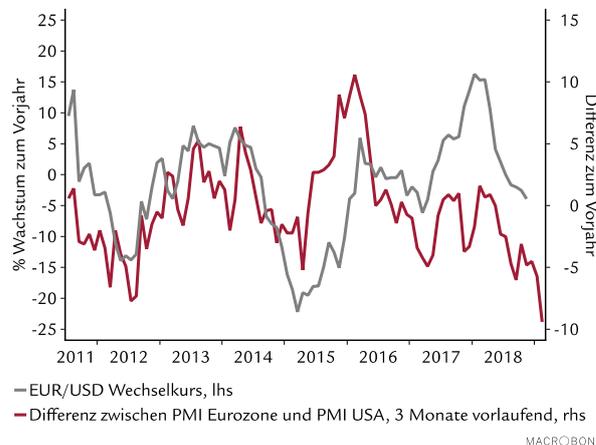
UK

- Die Verschiebung der Brexit-Abstimmung im Parlament löste erneut einen Schwächeanfall des Pfunds aus – die Währung hat sich aber seither stabilisiert
- Wir behalten unsere negative Einschätzung zu GBP bei, da wir keine baldige Lösung des gordischen Knotens Brexit erwarten

Schweiz

- Der CHF handelte jüngst stabil zum USD, hat aber gegenüber EUR weiter aufgewertet
- Die SNB unterstrich ihre Entschlossenheit, an der aktuellen Geldpolitik festzuhalten. Wir rechnen nicht mit einem Zinsschritt vor der EZB
- Wir sind der Meinung, dass im aktuellen Wechselkursniveau bereits viel Negatives eingepreist ist, und halten deshalb an unserer neutralen Einschätzung zu EUR/CHF fest

Die starke US-Wirtschaft gibt dem US-Dollar Auftrieb



Die Unzahl politischer Risiken spielte dem US-Dollar 2018 in die Hände. Der starke Wirtschaftsaufschwung in den USA trug das Seine dazu bei. Die augenfällige Wachstumsdivergenz zu anderen Volkswirtschaften blieb zum Jahreswechsel bestehen. Vorlauf- wie auch Aktivitätsindikatoren überraschten in den USA positiv, während die Eurozone und in geringerem Ausmass Japan mit einer schwachen Aussennachfrage konfrontiert waren. Wir rechnen 2019 in der Tat mit einer deutlichen Wachstumsverlangsamung der grossen Wirtschaftsräume. Dennoch dürften die USA zumindest im ersten Halbjahr noch etwas besser dastehen als andere, weil die Fiskalpolitik nach wie vor expansiv ist. Die geldpolitische Divergenz dürfte den US-Dollar ebenfalls stützen. Wir rechnen 2019 mit weiteren Zinserhöhungen in den USA, während die EZB die geldpolitische Normalisierung nur sehr gemächlich angehen dürfte. All diese Faktoren sprechen eigentlich auch gegen den japanischen Yen. Dennoch bekräftigen wir unsere neutrale Einschätzung zum Yen, da er günstig bewertet bleibt und von erneuten Marktturbulenzen profitieren könnte. Derweil treibt die Brexit-Diskussion das britische Pfund vor sich her. Wir halten nach wie vor einen „Blind Brexit“ für das wahrscheinlichste Szenario. Der Weg zu einer vertraglichen Übergangsperiode ist allerdings steinig und dürfte von hohen Risikoprämien begleitet sein. Wir behalten deshalb unsere negative Sicht auf GBP/USD bei. Der Schweizer Franken profitiert von den politischen Risiken in Europa, aber wir gehen davon aus, dass bereits viel Negatives eingepreist ist. Wir rechnen folglich mit einer Seitwärtstendenz des CHF zum EUR.

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.