

April 2018

Zinsen & Obligationen

Zinsanstieg ist vorerst gestoppt

USA

- Bedenken, dass die Renditen auf 10-jährige Treasuries über die 3% Schwelle steigen würden, erwiesen sich so weit als übertrieben – sie haben sich im März stabilisiert und blieben zwischen 2.8% und 2.9%
- Das Fed hat den Leitzins zum sechsten Mal in diesem Zyklus angehoben – gemäss Fed ist 2018 noch mit zwei weiteren Zinserhöhungen zu rechnen
- Jerome Powell hielt seine erste Pressekonferenz und signalisierte Kontinuität der Geldpolitik

Eurozone

- Für die Anleger rückt das Ende des EZB Kaufprogramms in den Fokus des Interesses – wir gehen jetzt davon aus, dass das Programm schon zum Jahresende 2018 ausläuft
- Da die Deflationsrisiken überwunden sind, kann die EZB ihre Wertpapierkäufe verlangsamen – Inflation zwingt sie aber auch nicht, den Leitzins bald anzuheben

Japan

- Da die EZB langsam ihre Geldpolitik normalisiert, bleibt die Bank of Japan die Notenbank mit der lockersten geldpolitischen Ausrichtung.
- Die Rendite auf 10-jährige Staatsobligationen könnte Ende März auf die Nulllinie zusteuern – sie liegt seit 2016 in einem Band zwischen 0% und 0.1%

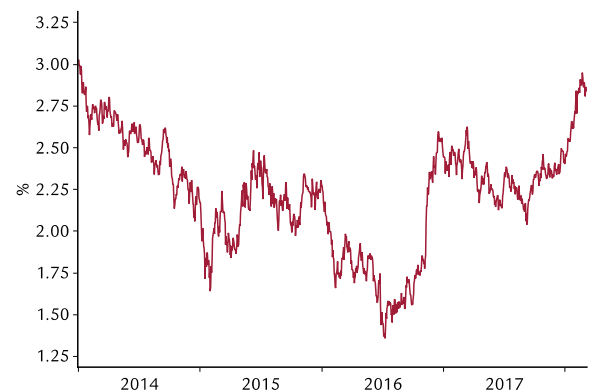
UK

- Die Inflation hat den Höhepunkt überschritten, da der Einfluss der Pfundabschwächung ausläuft – nichtsdestotrotz erwarten wir noch eine Zinserhöhung durch die Bank of England bis Jahresende

Schweiz

- Die Rendite auf eine Staatsobligation mit zehn Jahren Laufzeit wird unserer Meinung nach über die kommenden Wochen leicht ansteigen
- Auch wenn die exportorientierte Schweiz einem Handelskrieg ausgesetzt wäre, dienen hiesige Staatsanleihen nichtsdestotrotz als sicherer Hafen

Inflationsängste legen sich wieder etwas



—USA: Rendite auf die 10-jährige Staatsanleihe

MACROBOND

Das Jahr 2018 brachte bislang einen schnellen Anstieg der US Langfristzinsen. Hauptantriebsfaktor war die Sorge, dass die Inflation in den USA eben doch schneller ansteigen könnte als ursprünglich erwartet. Angesichts der angespannten Lage am Arbeitsmarkt und des Reifegrads der Wirtschaftserholung müsste der Inflationsdruck gemäss Lehrbuch zunehmen. Darüber hinaus generiert auch die grosszügige Fiskalpolitik mehr Teuerungsdruck. Einige Datenpunkte in diesem Jahr lieferten Nahrung für diese Thesen. Gewisse Marktteilnehmer revidierten denn auch ihre Erwartungen an die Geschwindigkeit der geldpolitischen Normalisierung. Über die letzten Wochen haben sich die Bedenken hinsichtlich Inflationsdruck wieder gelegt und die Renditen auf 10-jährige Treasuries stabilisierten sich in einer Bandbreite von 2.8% bis 2.9%. Die Inflationsrate im Februar war wieder eher verhalten und bestätigte dennoch unsere Annahme, dass die Teuerung im Jahr 2018 höher sein würde als im 2017, ohne allerdings ausser Kontrolle zu geraten. Jerome Powell hielt seine erste Pressekonferenz und erläuterte die geldpolitische Haltung. Nach einer Zinserhöhung im März werden noch zwei weitere folgen. Bis Jahresmitte erwarten wir einen leichten Anstieg der Langfristzinsen. Protektionismus ist der Risikofaktor. In einem risikoaversen Handelsumfeld würden die Renditen wieder fallen.

Aktien

Realistischere Bewertungen stützen die Kurse

USA

- Unter den hier diskutierten Indizes ist der S&P 500 der Einzige mit positiver Jahresperformance
- Die Gewinndynamik ist noch immer positiv – das Gewinnwachstum 2018 wird im zweistelligen Bereich erwartet
- Die Marktkorrektur im ersten Quartal sorgt für realistischere Bewertungen, was weiterhin institutionelle Anleger anziehen sollte

Eurozone

- Indizes zur Unternehmerstimmung signalisieren, dass die Euro Aufwertung der letzten 18 Monate langsam schmerzt
- Dennoch dürfte sich das Gewinnwachstum 2018 im zweistelligen Bereich einstellen – die Wirtschaft brummt und die Preissetzungsmacht der Unternehmen erholt sich
- Die relative Bewertung von Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen bleibt überaus attraktiv

Japan

- Der Yen hat in diesem Jahr auf handelsgewichteter Basis bereits um 5% aufgewertet
- Trotz starkem Wirtschaftswachstum und einem brummendem Arbeitsmarkt sind die Zustimmungswerten der Regierung rückläufig – hierfür ist ein heimischer Skandal zuständig
- Geldpolitik unterstützt Risikoanlegeklassen weiterhin extrem

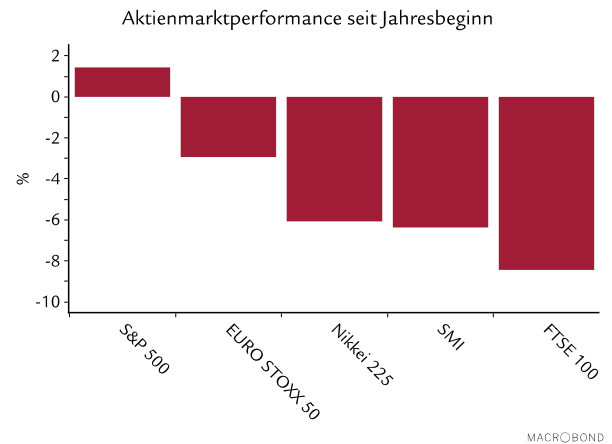
UK

- Der FTSE 100 hat unter den hier besprochenen Indizes seit Jahresbeginn am meisten korrigiert
- Einigung mit der EU über eine Übergangsperiode sollte den Unternehmern ein Minimum an Planungssicherheit verschaffen
- Weniger geldpolitische Unterstützung für den Aktienmarkt, da wir von der Bank of England im dritten Quartal eine Zinserhöhung erwarten

Schweiz

- Die binnenwirtschaftliche Dynamik beschleunigt sich
- Wir erwarten einen schwächeren Schweizer Franken bis zum Jahresende, was der Exportindustrie und den entsprechenden Unternehmen zugute käme

Nur ein Index mit positiver Jahresperformance



Die Aktienmärkte hatten einen holprigen Start ins Neue Jahr. Von den fünf Regionen, die in diesem Papier diskutiert werden, lieferte nur der Leitindex der USA seit Jahresbeginn eine positive Performance. Der Hauptgrund für die Korrektur der Märkte war eine Verschiebung der Wahrnehmung an den Märkten was die Balance zwischen Wirtschaftswachstum und Inflation betrifft: Eine Mehrheit der Analysten geht davon aus, dass abnehmende Deflationsängste eine Normalisierung der Geldpolitik erlauben. Sicherlich hat die Liquiditätsversorgung der Märkte den Höhepunkt überschritten. Die Märkte passen sich an diesen Regimewechsel mit höherer Volatilität an. Sie wird auch über die kommenden Wochen und Quartale erhöht bleiben. Wir gewichten nichtsdestotrotz die Argumente für höhere Aktienkurse über die nächsten drei Monate stärker als die Argumente, die für tiefere Kurse sprächen: Zum einen ist das Gewinnwachstum der Unternehmen in Europa und den USA sehr solide. Weiterhin revidieren die Analysten ihre Schätzungen zum künftigen Gewinnwachstum kontinuierlich nach oben. Als Folge davon sind Bewertungsindikatoren wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis im Vergleich zum Jahresbeginn weniger überzogen. Darüber hinaus ist die Bewertung von Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen weiterhin attraktiv. Es muss aber darauf hingewiesen werden, dass bei steigender Volatilität sicher Vorsicht geboten ist. Wir halten an unseren risikokontrollierenden Strategien fest, wenn es darum geht in gemischten Portfolios über den nächsten Monat ein leichtes Aktienübergewicht umzusetzen.

Währungen

Keine grosse Bewegung des USD erwartet

USA

- Die US Zinsstrukturkurve bleibt erstaunlich flach, was ein latentes Problem für den USD darstellt
- Die zyklischen Kräfte und die straffere Geldpolitik sind wiederum eine Stütze für den Dollar
- Durch diese entgegengesetzten Einflüsse erwarten wir keine grosse Bewegung des Greenback gegenüber anderen Hauptwährungen über die kommenden drei Monate

Eurozone

- Die zurückhaltende Geldpolitik und die leichte Abschwächung der Einkaufsmangerindizes in der Eurozone stoppten die Aufwertungsphase des Euro
- Die Zinsstrukturkurve ist relativ steil und könnte noch steiler werden und wird somit die Einheitswährung stützen
- Die Fortsetzung der „Besten aller Welten“ – starkes Wachstum in Abwesenheit von Inflation – begünstigt eine weitere Aufwertung des Euro

Japan

- Die zwischenzeitliche Aufwertung des Yen ist unserer Meinung nach zum Stillstand gekommen – die Bank von Japan hält an der ausserordentlich lockeren Geldpolitik fest
- Allerdings dürfte der Yen dank seiner Unterbewertung und dank der starken Wirtschaftsdaten mittel- bis langfristig wieder aufwerten

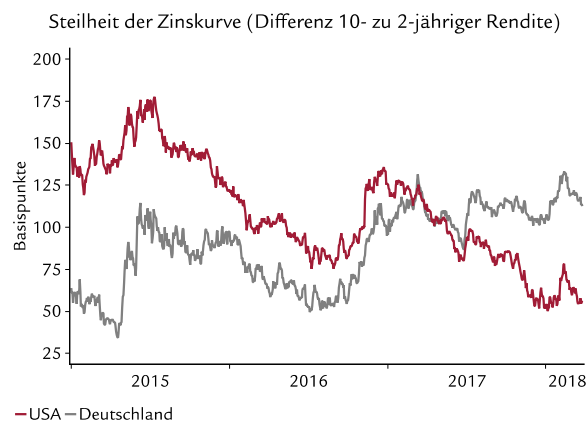
UK

- Die Übergangseinigung zwischen der EU und UK ist eine unerwartet positive Entwicklung und stützt den Aussenwert des Pfunds
- Abnehmende Wirtschaftsdynamik und anhaltende Unsicherheiten hinsichtlich Brexit sind eine Belastung für das Pfund – derzeit erwarten wir keine grosse Bewegung der Währung

Schweiz

- Erwartungen, dass die Schweizer Nationalbank noch vor der EZB den Leitzins anheben würde sind aus den Märkten wieder ausgepreist worden - die Erwartungen an Zinsdifferenziale begünstigen eher den Euro als den CHF
- Höhere Risikoneigung der Investoren und Bewertung deuten auf einen schwächeren CHF hin

Eine flache US Zinsstrukturkurve belastet den USD



MACROBOND

Trotz Ängste vor einer Verschlechterung der globalen Handelsbeziehungen bleibt das starke Wachstum gepaart mit tiefer Inflation eine Stütze für den Risikoappetit der Anleger. Die Volatilität hat auch am Währungsmarkt zugelegt, aber nicht so stark wie in anderen Anlageklassen. Da die Investoren wieder risikofreudiger geworden sind, gerieten sowohl der japanische Yen als auch der Schweizer Franken unter Abwertungsdruck. Diese sicheren Häfen profitieren üblicherweise von höherer Risikoaversion an den Finanzmärkten. Was das Schicksal des USD betrifft, so vermochten es weder die straffere Geldpolitik, noch die Anspannung am Arbeitsmarkt oder der Fiskalimpuls den Greenback wirklich höher zu treiben. Da die Zinsstrukturkurve in den USA relativ flach verläuft, ist der USD weniger attraktiv als der EUR, wo die Kurve relativ steil ist. Darüber hinaus könnten Bedenken aufgrund des Zwillingsdefizits als auch hohe Absicherungskosten zu Portfolio Diversifikation weg vom Dollar führen. Wir berücksichtigen diese entgegengesetzten Einflussfaktoren und schliessen daraus auf wenig Bewegung des USD gegenüber anderen Währungen. Auch wenn es tatsächlich so aussieht, als hätte die Wachstumsdynamik in der Eurozone den Höhepunkt überschritten, gehen wir dennoch von weiterer Aufwertung des EUR gegenüber CHF aus. Der Schweizer Franken ist noch überbewertet und wir sehen eine sehr kleine Chance, dass die SNB eine Normalisierung der Geldpolitik vor der EZB einleitet. Dies war die Spekulation über die vergangenen Wochen und hatte den CHF temporär aufwerten lassen.

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 ein E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com



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), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret 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.