

Mai 2018

Zinsen & Obligationen

Wirtschaftsdaten überraschen negativ

USA

- Nach der erfolgten Zinskorrektur nach unten, zeigen die meisten Indikatoren wieder einen Anstieg an
- Das letzte Protokoll des geldpolitischen Ausschusses bestätigte eine Fortsetzung des moderaten Zinserhöhungszyklus
- Dank des stattlichen Fiskalimpulses wird das Budgetdefizit klar über den langfristigen Durchschnitt ansteigen – es werden deutlich mehr Bondemissionen entlang der Zinskurve stattfinden

Eurozone

- Der Überraschungsindex der Makrodaten ist deutlich in den negativen Bereich gefallen – die mittlerweile hohen Erwartungen der Marktteilnehmer wurden somit klar verfehlt
- Wir erwarten, dass die EZB ihr Wertpapierkaufprogramm Ende dieses Jahres beendet und erst ein Jahr später eine erste Zinserhöhung durchführt

Japan

- Die Geldpolitik bleibt bis auf weiteres sehr unterstützend
- Die Bank of Japan hat begonnen über eine Ausstiegsstrategie zu reden – deren Start hängt grösstenteils von einem Inflationsanstieg ab, der aber über das kommende Jahr kaum geschehen wird

UK

- Die Inflation hat den zweiten Monat in Folge nach unten überrascht
- Das Nominallohnwachstum bleibt robust, so dass die Reallöhne steigen und die Erwartungen an eine weitere Zinserhöhung stützen

Schweiz

- Die Rendite auf eine 10-jährige Staatsobligation fiel in den leicht negativen Bereich zurück
- Die Erwartungen im Markt an eine baldige Zinserhöhung durch die SNB haben sich wieder gelegt

Daten enttäuschen, aber der Zyklus bleibt intakt



Über die letzten vier Wochen haben die Renditen auf Staatsobligationen wieder leicht nach unten korrigiert. Zum einen haben einige Wirtschaftsdaten in der entwickelten Welt enttäuscht. Unter diesen negativen Überraschungen waren auch die Einkaufsmanagerindizes, welche von hohem Niveau nachgaben, dies vor allem in Europa. Zum anderen wurden die Investoren wieder durch politische Entwicklungen verunsichert: Der Handelsstreit zwischen den USA und China, US Sanktionen gegenüber verschiedenen russischen Personen und Unternehmen und geopolitische Spannungen und militärische Interventionen in Syrien. Schliesslich waren die Inflationsraten vielerorts verhaltener als dies der Konjunkturzyklus vermuten liesse. Ausgehend vom jetzigen Niveau erwarten wir einen leichten Anstieg der Langfristzinsen über den kommenden Monat. Trotz der leichten Abschwächung der Wirtschaftsdaten bleibt das ökonomische Umfeld vorteilhaft. Dank des Fiskalprogramms in den USA wird die Emission von Bills und Bonds zunehmen und die Zinsen steigen lassen. Gleichzeitig schrumpft das Fed die Bilanz, indem sie Bonds abstossen. Unternehmensanleihen bleiben gut unterstützt. Das Angebot an Credit ist im April sehr gering und die Händler haben kaum Unternehmensanleihen „auf Lager“. Somit dürfen sich die Kreditpannen wieder einengen.

Aktien

Stärkere Korrekturen

USA

- Unter den hier diskutierten Indizes ist der S&P 500 der einzige mit einer positiven Performance seit Jahresbeginn
- Wir bleiben Aktien gegenüber positiv eingestellt, insbesondere in den USA, da die politischen Spannungen etwas abgenommen haben
- Erwartungen der Analysten an die Unternehmensgewinne sind in den USA besonders hoch

Eurozone

- Wir erwarten keine weitere Beschleunigung der Wirtschaft – Wachstumsraten bleiben auf solidem Niveau und deutlich über Potenzial in 2018
- Geldpolitik bleibt trotz der bevorstehenden Reduktion der Anleihekäufe sehr expansiv – da die Inflation deutlich unter dem Zielwert der EZB liegt, gibt es für die Zentralbank keine Eile, die Leitzinsen zu normalisieren
- EURO STOXX 50 erholte sich nach dem Tief im März deutlich – trotz der negativen Überraschungen der makroökonomischen Daten und der graduellen Erstärkung des Euro

Japan

- Aufgrund der starken Verflechtung mit anderen asiatischen Volkswirtschaften ist Japan einer Eskalation von protektionistischen Massnahmen zwischen den USA und China besonders ausgesetzt
- Aufwertung des Yen war eine Belastung für exportorientierte Unternehmen

UK

- Mit rund -5% ist der FTSE 100 derjenige Index mit der tiefsten Performance seit Jahresbeginn (unter den hier besprochenen Märkten)
- Da wir Raum für weitere Abschwächung des Sterling sehen dürfte sich der Aktienmarkt weiter erholen

Schweiz

- Drei Faktoren dürften den Schweizer Aktienmarkt künftig unterstützen: Abschwächung des Franken, solider Wachstumsausblick nach einer langen Periode mit schwacher Dynamik und besonders hohe Erwartungen an die Unternehmensgewinne
- Als kleine und exportorientierte Volkswirtschaft ist die Schweiz dem Risiko einer Eskalation von protektionistischen Massnahmen zwischen den USA und China besonders ausgesetzt

“Buy the dip” Modus hält immer noch an



— S&P 500 Index

Source: MACROBOND

Die “buy the dip” Strategie war in den letzten Jahren sehr profitabel. Wenn die Aktienmärkte korrigierten, wurden die Bewertungen attraktiver und Investoren erhöhten ihre Positionen, so dass der Markt sich wieder erholte. Wie die obige Grafik zeigt, herrscht dieser Modus auch in 2018 noch vor: Die erste Korrektur in diesem Jahr wurde durch Befürchtungen um steigende Inflation ausgelöst. Nach einer kurzen Erholung, tauchten die Indizes erneut aufgrund der Spannungen zwischen den USA und China sowie erhöhten geopolitischen Risiken. Darauf erholte sich der S&P 500 abermals. Es gilt also noch immer „buy the dip“. Nach einem Jahr mit aussergewöhnlich tiefer Volatilität, gibt es jedoch wieder grössere Schwankungen. Welche Faktoren bleiben unterstützend und sorgen dafür, dass sich die Märkte nach Korrekturen wieder erholen? Erstens bleibt das makroökonomische Umfeld vorteilhaft. Es ist jedoch weniger unterstützend als letztes Jahr, da der globale Aufschwung den Höhepunkt erreicht hat und die Wachstumsraten sich stabilisieren oder gar etwas zurückgehen. Das Wachstum bleibt jedoch solide. Zweitens, die Unternehmensgewinne bleiben hoch. Drittens, die Bewertungen sind nahe am langjährigen Durchschnitt. Viertens, die Geldpolitik bleibt unterstützend. In den kommenden Wochen und Monaten wird das Vertrauen der Investoren ein entscheidender Faktor sein. Es ist derzeit eher tief, da die geopolitischen Risiken kürzlich gestiegen sind. Wenn diese Spannungen abnehmen, dürfte die Zuversicht steigen. Unserer Ansicht nach ist dies das wahrscheinliche Szenario. Ein Handelskrieg zwischen den USA und China bleibt für uns ein Risikoszenario und ist nicht unser Basisszenario. Es gibt einige Anzeichen, die auf eine Entspannung hindeuten.

Währungen

Euro/Franken Kurs zurück bei 1.20

USA

- Marktthema Handelsstreit stützt den US Dollar
- Wir erwarten weiterhin zwei zusätzliche Zinserhöhungen durch US Notenbank in 2018
- Fiskalimpuls in Form von Steuerreform und Ausgabensteigerungen sollte US Dollar gegen Euro und Yen ebenfalls kurzfristig stärken

Eurozone

- Weil die EZB ihr Inflationsziel weiterhin verfehlt, steigt das Risiko von Enttäuschungen in Bezug auf Normalisierung der Geldpolitik
- Wir gehen weiter von einer Verlängerung des EZB-Anleihekaufprogramms bis Ende 2018 aus, in reduziertem Umfang von 15 Milliarden EUR pro Monat
- Konjunkturdaten verfehlen die hochgesteckten Erwartungen, dies sollte Euro-Aufwertung bremsen

Japan

- Jüngste Aufwertung des Yen erfolgte vor dem Hintergrund von Spekulationen, dass die Bank of Japan von ihrer bisherigen Geldpolitik abrücken könnte
- Diese Erwartung wird genährt durch Spekulationen um frühzeitigen Rücktritt von Premierminister Abe
- Wir erwarten eine Gegenbewegung im kommenden Monat, mit schwächerem Yen gegen den US Dollar

UK

- Anhand der Marktpreise lässt sich die Erwartung von zwei Zinserhöhungen durch die Bank of England (BoE) im Jahr 2018 ableiten
- Die rückläufige Inflation nimmt allerdings Druck von der BoE, wir erwarten daher nur eine Zinserhöhung und ein leicht schwächeres Pfund
- Zudem bleiben Unwägbarkeiten um den Brexit ein Hindernis für weitere Aufwertung des Pfunds

Schweiz

- Der Frankenschock ist überwunden, EUR/CHF handelt wieder um 1.20
- Schweizer Franken bleibt zum Euro noch leicht überbewertet, daraus ergibt sich Raum für weitere leichte Abwertung gegen 1.21 bis Ende Jahr
- Die jüngste Schwäche des Frankens ist im Lichte der allgemeinen Markteinschätzung zu sehen, wonach die SNB bis in die zweite Jahreshälfte 2019 an der Geldpolitik nichts ändern wird

Der Frankenschock ist Geschichte



Erleichterung bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB): Drei Jahre nach Aufgabe der Mindestkurspolitik liegt der EUR/CHF Wechselkurs wieder bei der zwischenzeitlichen Verteidigungslinie von 1.20. Auf handelsgewichteter Basis wertete der Franken 2017 um 6% ab. 2018 liegt der bisherige Jahresdurchschnitt des handelsgewichteten Aussenwerts des Frankens noch einmal 1.4% tiefer als 2017. Eine Folge davon ist der Anstieg der Inflation in der Schweiz auf 1% bis Ende des laufenden Quartals. Dies liegt exakt in der Mitte des durch die SNB angestrebten Inflationsziels von zwischen 0% und 2%. Nach gegenwärtiger Markterwartung wird die SNB unter den führenden Notenbanken die letzte sein, welche an eine Normalisierung ihrer Geldpolitik gehen wird. Demgegenüber änderte die Markteinschätzung in Bezug auf die Geldpolitik der Bank of Japan, was die jüngste Aufwertung des Yen zu erklären vermag. Zusätzlich spielte der Yen im Zuge der Debatte um einen aufziehenden Handelskrieg auch seine Rolle als sicherer Hafen, eine Eigenschaft, welche dem Franken weniger zukommt als in früheren Jahren. Vielmehr wird der Franken zur Aufnahme von Krediten für sogenannte „Carry Trades“ eingesetzt, was ihn in der Tendenz schwächt. Ein Risiko zu dieser Annahme wäre eine weitere Verzögerung von Schritten zur geldpolitischen Normalisierung durch die Europäische Zentralbank und eine erneute Änderung der Markterwartungen zur Fortsetzung der ultralockeren Ausrichtung der Geldpolitik in Japan. Beide Entwicklungen würden eine Aufwertung des Schweizer Frankens nach sich ziehen.

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.