

Juni 2019

## Zinsen und Anleihen

Wer bewegt sich zuerst?

### USA

- Der plötzliche Abbruch der US-chinesischen Handelsgespräche und die Ankündigung höherer Zölle auf chinesische Waren brachten die Märkte im Mai wieder in den «Risk-off»-Modus. Die Zinssätze sanken und die Kreditspannen weiteten sich aus
- Da die politischen Risiken gestiegen sind und nichts auf eine Konjunkturüberhitzung hindeutet, rechnen wir nicht mit weiteren Leitzinserhöhungen der US-Notenbank

### Eurozone

- Die Umfragedaten in der Eurozone sind nach wie vor relativ schwach, doch die Konjunkturdaten haben sich deutlich besser gehalten
- Aktien und Unternehmensanleihen haben sich im letzten Monat im Euroraum unterdurchschnittlich entwickelt, und die Renditen deutscher Staatsanleihen liegen nahe an ihrem Allzeittief

### Grossbritannien

- Der Sieg der Brexit-Partei bei der Europawahl dürfte die Konservativen veranlassen, zum Nachfolger von Theresa May als Parteichefin eine Person zu wählen, die einen härteren Kurs vertritt. Die Wahrscheinlichkeit eines No-Deal-Brexit ist dadurch gestiegen
- Solange die Lage beim Brexit unklar bleibt, rechnen wir nicht mit Massnahmen der Bank of England

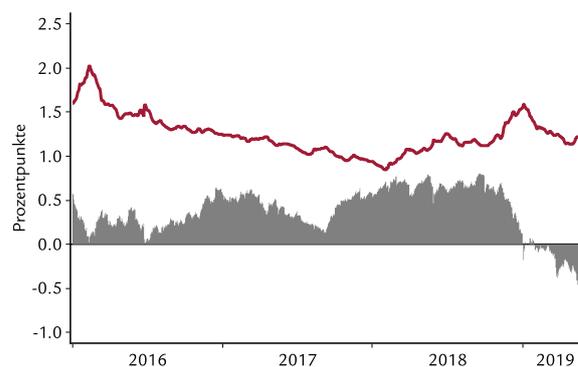
### Schweiz

- Wie in der Eurozone blieben die Konjunkturdaten trotz relativ schwacher Stimmungsindikatoren gut
- Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen sinken weiter, die Zinsen bei Laufzeiten bis zu fünf Jahren liegen sogar unter dem Einlagesatz von -0.75%

### Japan

- Die wirtschaftlichen Aussichten in Japan sind durch den anhaltenden Handelsstreit und die für Oktober geplante Konsumsteuererhöhung weiter getrübt
- Die Bank of Japan wird auf absehbare Zeit an ihrer äusserst expansiven Geldpolitik festhalten

### Grössere Vorsicht bei Staats- als bei Unternehmensanleihen



■ Veränderung der US-Leitzinsen über 12 Monate (Markterwartung)  
— Credit Spread von Unternehmensanleihen (global)

MACROBOND

Monatelang hatten die Märkte mit dem Abschluss der Handelsgespräche USA-China gerechnet, doch mit nur einem Tweet machte der US-Präsident alle Hoffnungen zunichte. Zudem zeigen schwache Umfragedaten aus allen Industrieländern, dass die starken Wachstumswahlen im ersten Quartal wohl temporären Faktoren zu verdanken waren. Die Märkte scheinen jedoch relativ selbstgefällig damit umzugehen. Die Kreditspannen europäischer und US-Unternehmensanleihen weiteten sich im Mai um 18 bzw. 11 Basispunkte aus, doch vom Niveau von vor fünf Monaten sind wir weit entfernt. Anders bei Anlagen, die als sicherer Hafen gelten: Die Renditen 10-jähriger US-Treasuries fielen unter 2.3%, so tief wie zuletzt 2017. Jene deutscher Bundesanleihen liegen mit -0.15 Basispunkten nur knapp über ihrem Allzeittief. Die enorme Liquidität mag die Vermögenspreise verzerren, aber wir bleiben dabei: Eine Seite muss sich irren. Entweder sind die Anleger bei Staatsanleihen zu pessimistisch oder die Kreditspannen spiegeln die Risiken nicht adäquat wider. Wir glauben an Letzteres, zumal wir im Handelsstreit keine schnelle Lösung erwarten. Wir rechnen daher mit einer weiteren Ausweitung der Kreditspannen und haben uns entsprechend positioniert. Bei Staatsanleihen sind wir neutral positioniert. Die Zinsen sind schon sehr tief, doch wenn das Risk-off-Szenario Bestand hat, können wir weitere Rückgänge nicht ausschliessen.

# Aktien

Investieren in «politische Märkte»

## USA

- Aufgrund der Eskalation der Handelsspannungen im Mai büsste der S&P 500 alles ein, was er im April gewonnen hatte, obwohl die US-Konjunktur recht robust blieb
- Insgesamt bleiben wir bei unserer konstruktiven Einstellung zu US-Aktien, auch weil sich die Rezessionsrisiken durch die flexiblere Haltung der US Federal Reserve verringert haben

## Eurozone

- Die Europawahl hat zu einer weiteren Fragmentierung der Parteienlandschaft geführt. Der europaweite Interessenausgleich könnte dadurch erschwert werden, doch die Aktienmärkte zeigten unmittelbar nach dem Urnengang keine nennenswerte Reaktion
- Seit Jahresbeginn haben sich die Aktien der Eurozone ähnlich entwickelt wie globale Aktien, wenn nicht sogar etwas besser, auch weil die Konjunkturdaten besser ausfielen als erwartet

## Grossbritannien

- Unsicherheit ist wohl der problematischste Nebeneffekt der anhaltenden Brexit-Diskussion, denn die britischen Unternehmen streichen nun ihre Investitionspläne zusammen
- Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich der britische Markt unterdurchschnittlich entwickelt, auch wenn das Risiko für Large Caps geringer ist als für den übrigen Markt

## Schweiz

- Es überrascht uns nicht, dass sich der Schweizer Aktienmarkt mit seinem defensiven Charakter angesichts der erhöhten Volatilität gut behauptet
- Da diese Volatilität anhalten dürfte, schätzen wir Schweizer Aktien weiterhin positiv ein

## Japan

- Der japanische Aktienmarkt hinkt in diesem Jahr allen anderen wichtigen Aktienmärkten hinterher
- Wie bereits in früheren Publikationen erwähnt, sehen wir noch keine Faktoren, die dieser unterdurchschnittlichen Performance ein Ende setzen könnten

## Politik als wichtiger kurzfristiger Markttreiber



Das Hin und Her im Handelsstreit zwischen den USA und China hat die Volatilität der Aktienmärkte in den letzten Monaten verstärkt (siehe Grafik). In einigen Fällen, etwa im Mai 2019, konnten einzelne Tweets von Präsident Trump zu diesem Handelsstreit den Markt deutlich bewegen. Für Long-and-Short-Trader eröffnet dies zahlreiche Handelsmöglichkeiten, doch für langfristige Anleger bringt es viel unerwünschte Volatilität. Für uns ergeben sich aus diesem Marktregime einige wichtige Konsequenzen.

Erstens sind wir natürlich davon überzeugt, dass sich die Aktienmärkte langfristig nicht von den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Fundamentaldaten (die immer noch günstig aussehen) abkoppeln können. Dennoch glauben wir, dass Anleger im aktuellen Umfeld gut beraten sind, auf risikobereinigte Renditen und nicht nur auf absolute Renditen zu achten. Daher bevorzugen wir Aktienstrategien, die auf eine Absicherung durch Put-Optionen oder auf eine Minimierung der Volatilität setzen. Diese sollen Marktkorrekturen reduzieren und dürften sich in der Spätphase des Konjunkturzyklus überdurchschnittlich entwickeln. Zweitens trifft die politisch bedingte Volatilität oft nur bestimmte Branchen oder gar einzelne Unternehmen. Daher empfiehlt sich nach wie vor eine möglichst hohe Diversifikation, d. h. eine höhere Diversifikation, als die hochkonzentrierten kapitalisierungsgewichteten Marktindizes sie bieten.

# Währungen

Die Politik gibt die Richtung vor

## USA

- Gegenüber dem EUR und den Schwellenländerwährungen legte der USD nach der Eskalation im Handelskonflikt zu, gegenüber den Fluchtwährungen JPY und CHF verlor er dagegen an Wert
- Wir schätzen den USD gegenüber dem EUR weiterhin neutral ein, erwarten bei einer weiteren Eskalation der Handelsspannungen aber eine weitere Abschwächung gegenüber dem JPY

## Eurozone

- Die Konjunkturdaten fielen zwar stärker aus als erwartet, doch die vorausschauenden Umfragedaten blieben schwach und hielten den EUR im Mai unter Druck
- Wir erwarten bei den Wachstumsindikatoren und den politischen Risiken kurzfristig weder positive noch negative Impulse für den EUR und bevorzugen eine neutrale Haltung gegenüber USD und CHF

## Grossbritannien

- Ein ständiger Strom negativer Brexit-Nachrichten führte im Mai zu einer scharfen Korrektur des GBP
- Das Risiko eines No-Deal-Brexit ist deutlich gestiegen, doch wir denken, dass beim GBP bereits viel Negatives eingepreist ist, und beurteilen die Währung auf dem derzeitigen tiefen Niveau nun taktisch positiv

## Schweiz

- Die Risikoaversion beherrschte die Märkte im Mai und stärkte Fluchtwährungen wie den CHF
- Wir bleiben für den CHF gegenüber USD und EUR bei unserer neutralen Haltung

## Japan

- Ähnlich wie der CHF hat auch der JPY auf handelsgewichteter Basis aufgewertet
- Wir bekräftigen unsere positive Einschätzung des JPY, der deutlich unterbewertet ist und profitieren wird, wenn die politischen Risiken weiter steigen

## Pfund fast auf dem Tief vom Dezember 2018



— GBP/USD spot exchange rate

MACROBOND

Die Triebfeder der Devisenmärkte waren auch im Mai die politischen Entwicklungen. Die Marktteilnehmer reagierten auf die unerwartete Eskalation der Handelsspannungen mit einer erneuten Risikoaversion. Daher werteten der JPY und in geringerem Masse auch der CHF (die beide als Fluchtwährungen gelten) auf handelsgewichteter Basis auf, während Schwellenländerwährungen litten. Eine Lösung des Handelsstreits scheint nun in weiter Ferne zu liegen, und eine weitere Eskalation ist kurzfristig das wahrscheinlichere Szenario. Wir bekräftigen daher unsere positive Sicht des JPY gegenüber dem USD und bleiben bei unserer neutralen Einschätzung des CHF gegenüber USD und EUR. Im Gegensatz zum stark unterbewerteten JPY gilt der CHF immer noch als überbewertet, sodass der Spielraum für Aufwertungen begrenzt sein dürfte. Die andere wichtige politische Entwicklung fand in Grossbritannien statt. Beim Pfund kam es im Mai zu einer Verkaufswelle, weil nach dem Scheitern der Brexit-Gespräche, dem Rücktritt von Premier May und dem Erdrutschsieg der Brexit-Partei bei der Europawahl das Risiko eines No-Deal-Brexit nach Einschätzung der Märkte gestiegen ist. Auch wir glauben, dass die Wahrscheinlichkeit eines No-Deal-Brexit deutlich gestiegen ist, aus heutiger Sicht auf rund 30%, denn der nächste Premier wird wohl aus den Reihen der «Brexit-Hardliner» in der Conservative Party kommen. Als wahrscheinlicher erscheint uns jedoch nach wie vor ein geordneter Brexit, möglicherweise mit einer Fristverlängerung über den 31. Oktober hinaus. Die Volatilität dürfte hoch bleiben, doch wir gehen davon aus, dass viel Negatives bereits in GBP/USD eingepreist ist, und beurteilen das Pfund auf dem derzeitigen Niveau nun konstruktiver.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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 die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, die Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, und die BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **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 die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.