

August 2018

Zinsen & Obligationen

Politik bleibt ein wesentlicher Treiber

USA

- Wir erwarten weiterhin graduelle Normalisierung der Geldpolitik – d.h. ein weiterer Zinsschritt des Fed bis Jahresende und drei Erhöhungen in 2019
- Obwohl USA-China Handelsdisput weiter eskalierte, ist ein regelrechter Handelskrieg mit schwerwiegenden Folgen für das Wirtschaftswachstum für uns weiterhin ein Risikoszenario und nicht das Basisszenario – das Risikoszenario wurde jedoch wahrscheinlicher
- Langfristige Zinsen dürften graduell ansteigen und zum Jahresende 3.1% – das obere Ende der derzeitigen Handelsspanne – betragen

Eurozone

- Energiepreise sind erneut ein wichtiger Treiber der Inflation – sie erreichte im Juni 2%
- Kerninflation dürfte bis zum Jahresende deutlich über 1% ansteigen – Produktionslücke schliesst sich
- Da die Europäische Zentralbank (EZB) schrittweise das Anleihekaufprogramm beendet, gibt es für die Zinsen Raum nach oben – der Anstieg dürfte graduell erfolgen, da die EZB auslaufende Obligationen noch für lange Zeit reinvestieren wird

Japan

- Spekulationen darüber, ob die Bank of Japan ihre extrem akkommodative Geldpolitik ändern wird, haben die 10-jährigen Zinsen nach oben gedrückt
- Trotz vergleichsweise starker Bewegung von fünf Basispunkten in einem Tag bleiben 10-jährige Renditen in der Handelsspanne von 0-10 Basispunkten

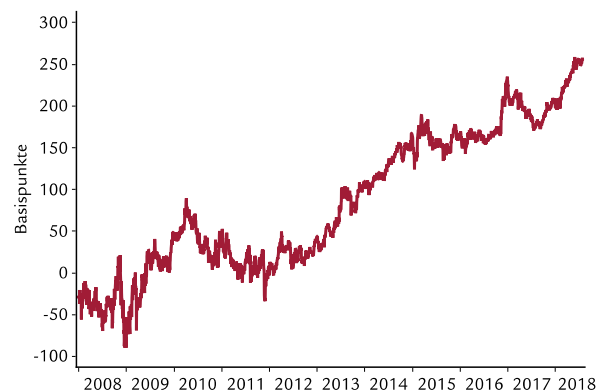
UK

- Märkte preisen einen Zinsschritt am 2. August ein
- Rückläufige Inflation und harzige Brexit-Verhandlungen sprechen gegen Zinserhöhung

Schweiz

- Trotz des kürzlichen Anstiegs verharren 10-jährige Renditen seit Mitte Juni im negativen Bereich
- 10-jährige Zinsen dürften per Jahresende im positiven Bereich liegen

Spread zwischen USA und Deutschland auf Mehrjahreshoch



— Differenz der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in USA und Deutschland

Source: MACROBOND

Bis anhin war es ein heisser Sommer, nicht nur was die Temperaturen anbelangt, sondern auch bezüglich der politischen Ereignisse. In den letzten Wochen hat die Administration Trump ihre Haltung in der Handelspolitik nochmals deutlich verschärft. Dies ist aber nicht die einzige politische Hürde: Es gibt ein gewisses Risiko, dass die Brexit-Verhandlungen scheitern und im September präsentiert die neue italienische Regierung ihr Budget. Die politischen Risiken sind einer der Gründe für das relativ tiefe Niveau der Langfristzinsen in den Ländern Kerneuropas. Die Renditen auf Deutschen Bunds lagen Ende Juli bei etwa 40 Basispunkten, also gleich hoch wie zu Jahresbeginn. In den USA sind die langfristigen Renditen hingegen seit Anfang Jahr um mehr als 50 Basispunkte angestiegen. Sie betragen derzeit etwa 3%. Folglich ist der Spread zwischen den Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen der USA und Deutschland auf ein Mehrjahreshoch von rund 250 Basispunkten angestiegen. Wir erwarten einen Rückgang dieser Differenz über die kommenden Quartale. Aus unserer Sicht gibt es noch deutlich Raum nach oben für Renditen in Kerneuropa. Für die Zinsen in den USA wird die Luft hingegen dünn. Trotz der oben genannten politischen Risiken erwarten wir in den USA und Europa leicht höhere Zinsen über die kommenden Wochen sowie bis zum Jahresende. Die Wahrscheinlichkeit des Risikoszenarios (z.B. Handelskrieg), in welchem die Zinsen fallen, hat sich jedoch erhöht.

Aktien

Volatilität begleitet uns durch den Sommer

USA

- Unternehmensgewinne sind weiterhin eine starke Stütze – Bewertungen sind seit Jahresanfang attraktiver geworden, da Gewinne stärker gestiegen sind als Preise
- Gemäss Terminkontrakten gibt es keine allgemeine Erwartung für deutlich höhere Langfristzinsen in den USA – Aktien bleiben relativ gesehen attraktiv
- Wirtschaftsdaten des zweiten Quartals waren stark – wir erwarten graduelle Verlangsamung während der zweiten Jahreshälfte

Eurozone

- Einkaufsmanagerindizes illustrieren, welche Art von Wachstumsverlangsamung die Eurozone erfährt – ein Rückgang von aussergewöhnlich hohen Niveaus (um 60 Punkte) auf solide Niveaus (um 55 Punkte)
- Erwartungen passen sich an die Realität einer Wachstumsverlangsamung an – Überraschungsinde- x der Wirtschaftsdaten normalisiert sich, verharrt jedoch im negativen Bereich

Japan

- Für Aktienmärkte ist es entscheidend, ob die Bank of Japan tatsächlich die Geldpolitik ändert oder ob es sich hierbei nur um Gerüchte handelt
- Nikkei 225 erzielte seit Jahresbeginn eine vergleichs- weise tiefe Performance von -0.7%

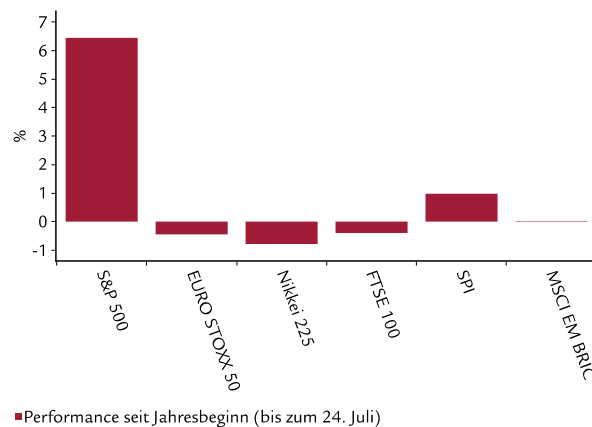
UK

- FTSE 100 ist mit einer Performance von 0.9% seit Monatsbeginn der Underperformer unter den hier besprochenen Märkten
- Pfund schwächte im Juli weiter ab und erreichte ein Jahrestief – eine Stütze für exportierende Firmen
- Sitzung der Bank von England am 2. August dürfte Hinweise auf künftige Geldpolitik geben

Schweiz

- SPI legte seit Monatsbeginn beeindruckende 4% zu und überflügelte so den temporären Höhepunkt von Mitte Mai
- Als kleine offene Volkswirtschaft ist die Schweiz den Risiken eines eskalierenden Handelsdisputs beson- ders ausgesetzt
- Industrie ist immer noch im Aufschwung – ein Pla- teau dürfte jedoch bald erreicht werden

USA hängen übrige Märkte ab



■ Performance seit Jahresbeginn (bis zum 24. Juli)

Source: MACROBOND

Die USA sind bis anhin in diesem Jahr an den Aktienmärkten der deutliche Outperformer. Der S&P 500 ist seit Jahresbeginn um 5.5% gestiegen. In Europa sind die Hauptindizes hingegen derzeit in etwa gleich hoch oder gar etwas tiefer als Anfang Jahr. Dasselbe gilt für den Nikkei 225. Am meisten gelitten haben die Emerging Markets. Befürchtungen im Zusammenhang mit der Handelspolitik der USA belasten die Aktien von Schwellenländern – insbesondere China –, Europa und Japan. Die Volkswirtschaften dieser Regionen würden verhältnismässig stark unter einer protektionistischeren US Handelspolitik leiden. Die europäischen Aktienmärkte haben nach der Regierungsbildung in Italien zusätzlich gelitten. In den USA profitieren die Aktien hingegen von der Steuerreform, welche die Gewinne weiterhin unterstützt. Die politischen Risiken bezüglich der Handelspolitik in den USA, der neuen italienischen Regierung und den Brexit-Verhandlungen sind keineswegs vom Tisch. Angesichts der beachtlichen Performance seit Anfang Juli (3.8% für den S&P 500, 2.6% für den EURO STOXX 50 und 1.4% für den Nikkei 225) stellt sich die Frage, ob die Märkte zu selbstgefällig sind. Aktien haben im Verlaufe des Jahres auf politische Ereignisse reagiert. Es scheint jedoch, als ob sich die Märkte an längerfristige Risiken gewöhnt haben. Es ist unwahrscheinlich, dass es bald eine Lösung des Handelsdisputs zwischen den USA und China gibt oder Klarheit bezüglich der Wirtschaftspolitik in Italien herrscht. Wir bleiben für die kommenden Wochen vorsichtig optimistisch für Aktien, gegeben es gibt keine politischen Ereignisse. Das globale makroökonomische Umfeld sowie die Unternehmensgewinne bleiben unterstützend. Relativ zu Obligationen sind die Bewertungen attraktiv.

Währungen

Ein weiterer Monat der Dollar-Stärke

USA

- Handelsgewichteter USD reagiert stark auf Bewegungen von CNY/USD – China hat einen Anteil von 22% im handelsgewichteten Index
- Erwartungen bezüglich der Geldpolitik des Fed sind derzeit kein Haupttreiber des USD – wir, wie auch die Terminmärkte, erwarten einen weiteren Zinsschritt bis Jahresende
- EUR/USD ist seit Mitte Mai unter 1.18

Eurozone

- Luft nach oben für EUR/USD – unser Basisszenario sieht keine US-Zölle auf Autos aus Europa vor, was den Euro belasten würde
- Sitzung der EZB im Juli dürfte Märkte nicht gross bewegen – die Ankündigung das Anleiheprogramm im Dezember zu beenden erfolgte bereits im Juni

Japan

- Spekulationen über eine künftig weniger akkommodative Geldpolitik unterstützten den Yen
- Yen ist sowohl ein sicherer Hafen wie auch besonders stark den Risiken eines Handelskriegs ausgesetzt
- Inflation dürfte zum Jahresende temporär unter null fallen

UK

- Pfund ist seit Mitte April auf einem Abwärtstrend
- Harzige Brexit-Verhandlungen waren in jüngster Vergangenheit eine Belastung für GBP
- Sitzung der Bank von England am 2. August dürfte Hinweise auf künftige Geldpolitik geben

Schweiz

- CHF/USD verharrt seit Mai bei oder leicht unter Parität – Währungspaar dürfte bis Ende 2018 auf derzeitigen Niveaus bleiben
- CHF/EUR dürfte bis zum Jahresende langsam höher klettern – von derzeit 1.16 auf 1.18
- Schweizerische Nationalbank dürfte erst nach der EZB die Zinsen anheben – an den Terminmärkten gibt es weiterhin eine Abweichung zu unserer Einschätzung

Chinesischer Yuan wertet stark ab



Source: MACROBOND

Für die vergleichsweise starke Abwertung des chinesischen Yuan gegenüber dem Dollar gibt es zwei unterschiedliche Interpretationen. Für gewisse Marktbeobachter handelt es sich um ein politisches Signal der Regierung. Da Donald Trump mit immer weiteren Zöllen auf chinesischen Importen droht, erbringt das Reich der Mitte den Tatbeweis, dass es seine Währung bei Bedarf abwerten kann. Andere Analysten erachten die letzte Abwertungsphase als ein Resultat von Marktkräften. Das Wechselkursregime von China ist flexibler geworden. Folglich reagiert die Währung stärker auf eine Veränderung der Zuversicht und Markteinschätzung. Aus unserer Sicht trifft die zweite Interpretation eher zu, da es derzeit für China noch zu früh ist, um die Trumpfkarte der Währung zu gebrauchen. Eine Abwertung des Yuan, oder der Verkauf von US-Staatsanleihen, sind äusserst schlagkräftige Mittel. Sie schaden jedoch auch der chinesischen Wirtschaft. Daher dürften sie erst dann zum Einsatz kommen, wenn alle anderen Möglichkeiten ausgeschöpft sind. Es ist a priori nicht klar, ob der Greenback im Szenario eines Handelskriegs auf- oder abwerten sollte. Bis anhin erstarkte der Dollar bei Befürchtungen um eine protektionistischere US-Handelspolitik. Auf handelsgewichteter Basis wertete der USD seit Monatsbeginn um 0.8% und seit Anfang Jahr um 5% auf. Die Handelspolitik war jedoch nicht der einzige Treiber für die Dollar-Stärke. Die Wirtschaft in den USA ist dynamischer als in anderen Regionen und das Fed ist die einzige grosse Zentralbank, die bereits die Zinsen anhebt. In den kommenden Wochen erwarten wir keine generelle Dollar-Stärke. EUR/USD dürfte zum Beispiel steigen.

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.