

Oktober 2018

Zinsen & Obligationen

Anstieg der Realzinsen in den USA

USA

- Wir erwarten neu eine zusätzliche Zinserhöhung durch die US Notenbank noch in diesem Jahr
- Für 2019 gehen wir weiterhin von drei Zinsschritten durch das Fed aus
- Unter der Annahme leicht rückläufiger Inflationsraten erwarten wir steigende Realrenditen in den USA

Eurozone

- Europas Politik übernimmt mit dem Brexit und Italiens Staatshaushalt wieder die Hauptrolle als Spielverderber an den Finanzmärkten
- Wir erwarten weiterhin ein Ende der Anleihekäufe durch die EZB auf Ende Jahr
- Ende der Anleihekäufe erlaubt Erwartung auf einen Anstieg der Langfristzinsen, insbesondere in den peripheren Mitgliedsländern

Japan

- Shinzo Abe sicherte sich eine dritte Amtszeit als Chef der LDP und damit auch als Premierminister
- Dies bedeutet eine Fortsetzung der Politik einer Reflationierung Japans mittels fiskal- und geldpolitischer Instrumente
- Trotz allmählich steigender Löhne bleibt das Inflationsziel der Notenbank von 2% ausser Reichweite

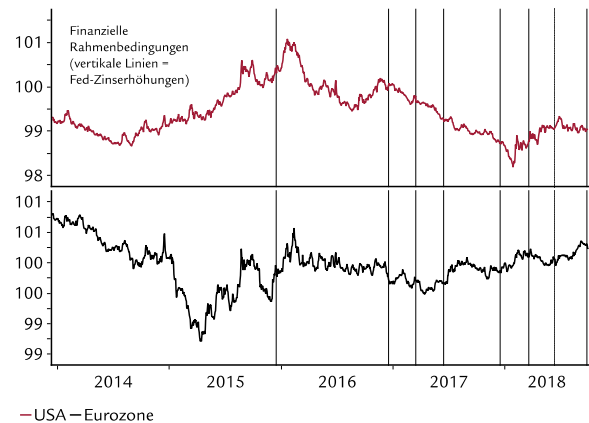
UK

- Brexit steht einer weiteren Normalisierung der Geldpolitik vorerst im Weg
- Selbst ein Abkommen mit der EU mit vielen offenbleibenden Punkten wird 2019 für höhere Zinsen sorgen

Schweiz

- Angesichts der erneuten Frankenstärke bleiben wir bei der Meinung, dass die Schweizerische Nationalbank nicht vor der EZB an der Zinsschraube dreht
- Per Ende 2018 erwarten wir die Rendite auf Obligationen der Eidgenossenschaft mit zehn Jahren Laufzeit bei 0.1%

USA: Finanzielle Rahmenbedingungen bleiben locker



Seit Dezember 2015 erhöhte die US Notenbank bereits achtmal ihre Leitzinsen. Das Fed ist damit mit der Normalisierung der Geldpolitik weiter fortgeschritten als jede andere der führenden Notenbanken. In Anbetracht der starken Konjunktur in den USA rechnen wir nun gar mit einer rascheren Fortsetzung der Zinserhöhungen in den USA. Eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr, gefolgt von drei solchen Schritten 2019 ist nun unser Szenario. Damit würde das obere Ende des Zielbandes der Fed-Leitzinsen im dritten Quartal 2019 erstmals seit 2008 wieder über 3% steigen. Die Normalisierung der Geldpolitik durch das Fed ist eine Erfolgsgeschichte: Sowohl die tatsächliche Inflation als auch die von den Haushalten und Investoren künftig erwarteten Inflationsraten verharren in der Komfortzone des Fed. In einem breiteren Kontext verursachte die Straffung der Geldpolitik bisher keinen Schaden für die amerikanische Realwirtschaft: Unter Einschluss der Aktienmärkte und der Devisenkurse haben sich die finanziellen Rahmenbedingungen in den letzten drei Jahren sogar entspannt. Vergleichsweise straffe finanzielle Rahmenbedingung für die Gesamtwirtschaft erschweren dagegen die Arbeit der Europäischen Zentralbank (EZB): Daher wird die EZB selbst nach Beendigung ihres Anleihekaufprogramms nur sehr zögerlich daran gehen, an der Zinsschraube zu drehen.

Aktien

Vom Brexit geplagter Aktienmarkt Grossbritanniens

USA

- Auch im September profitierten die US Wirtschaft und ihr Aktienmarkt von der Steuerreform
- Jüngster Zinsanstieg zieht nach sich, dass der US Aktienmarkt gegenüber den Vorjahren nun etwas weniger attraktiv bewertet ist
- Wir bleiben aber vorderhand aufgrund robuster Unternehmensabschlüsse positiv für den Aktienmarkt

Eurozone

- Anders als in den USA verhalten sich die Investoren in Europa vermehrt risikoscheu
- Eine Lösung in der Brexit-Frage und eine Stimmungsaufhellung in den Schwellenländern sollte den Märkten wieder Auftrieb verleihen
- Konjunktur- und Gewinnausblick in Europa verbleiben konstruktiv

Japan

- Markt zeigt sich erleichtert nach voreiliger Erwartung einer Änderung der Geldpolitik durch die Bank of Japan
- Japans Maschinen- und Pharmahersteller könnten als Profiteure aus dem US-Chinesischen Handelsstreit hervorgehen

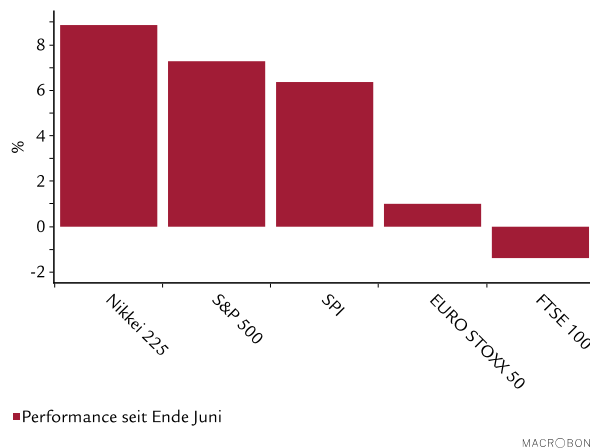
UK

- Brexit bleibt bis mindestens Ende Jahr das beherrschende Marktthema
- Trotz erneutem Schwächeanfall des Pfunds hinkt der britische Aktienmarkt seit Jahresmitte hinter den übrigen Regionen hinterher
- Ein „No Deal“ Szenario könnte sich aufgrund zu erwartender Massnahmen der Bank of England mittelfristig als günstig für den Aktienmarkt herausstellen

Schweiz

- Zyklus der Aufwärtsrevisionen bei Gewinnsschätzungen der Unternehmensanalysten ist beendet; Frankenstärke sorgt bereits für erste Abwärtskorrekturen
- Relativ zu festverzinslichen Papieren ist der Schweizer Aktienmarkt immer noch günstig bewertet
- Als offene Volkswirtschaft bleibt die Schweiz vom Risiko einer Verschärfung des Handelsstreits besonders betroffen

Aktienmarktentwicklung seit Mitte 2018



Im September ging die Schere zwischen der Kursentwicklung in den USA und Europa nochmals weiter auseinander. Allerdings steigt Japans Aktienmarkt seit Jahresmitte sogar noch stärker als die Indizes der US Börsen. Drei Ursachen stehen hinter der Hausse in Japan: Einerseits erwies sich die Furcht vor einem geldpolitischen Kurswechsel der Bank of Japan als unbegründet. Zweitens deuten die Konjunkturdaten auf eine Beschleunigung der Dynamik in der zweiten Jahreshälfte 2018. Schliesslich sicherte sich Ministerpräsident Abe eine dritte Amtszeit als Chef der Regierungspartei LDP. Damit kann er die verbleibenden Punkte seiner „Abenomics“, nämlich die Reform des Steuersystems und des Arbeitsmarkts, angehen, was als vorteilhaft für Japans Firmen angesehen wird. Der Brexit trübt weiterhin das Investitionsklima im Vereinigten Königreich. Die schwache Performance des dortigen Aktienmarkts kurzfristig erklären lässt. In den USA erfreuen die Unternehmen weiterhin mit robusten Abschlüssen. Die soliden Unternehmensergebnisse sind auch der Grund dafür, dass wir nach wie vor eine positive Entwicklung an den hier diskutierten Aktienmärkten erwarten. Allerdings bedeuten die steigenden Zinsen in den USA, dass die Bewertung der Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Anlageformen allmählich an Attraktivität einbüsst. Diesbezüglich stehen die Aktienmärkte Europas vergleichsweise besser da, allerdings lastet hier die Rückkehr der politischen Unwägbarkeiten auf dem Risikoappetit der Investoren.

Währungen

Aufwertung des US Dollars erwartet

USA

- Normalisierung der Geldpolitik des Fed dauert an und sollte den US Dollar weiter stützen
- Im Unterschied zu den übrigen Regionen wächst die US-Wirtschaft weiterhin über ihrer langfristigen Potenzialrate
- Risiken zur Erwartung eines stärkeren Dollars wären eine rasche Stimmungsumkehr in den Schwellenländern oder ein Inflationsschub in der Eurozone

Eurozone

- Brexit, Italiens Staatshaushalt und Anzeichen einer Regierungskrise in Deutschland: Dies alles belastet den Wert des Euro gegenüber dem US Dollar
- Die EZB beendet auf Ende Jahr ihr Anleihekaufprogramm; an der Zinsschraube wird aber frühestens im Schlussquartal 2019 gedreht
- Verschärfung der Krisentendenz in den Schwellenländern würde den Euro zum Dollar weiter belasten

Japan

- Das erneuerte Mandat für Premierminister Abe zementiert die ultralockere Geldpolitik der Notenbank auf absehbare Zeit
- Wir erwarten nun eine raschere Normalisierung der Geldpolitik in den USA als bisher unterstellt
- Daraus leiten wir die Annahme einer Abwertung des Yen zum Dollar bis Ende Jahr ab

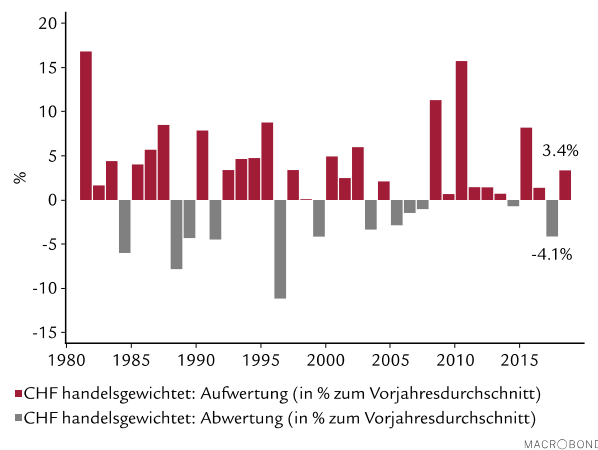
UK

- Wahrscheinlichkeit eines „No Deal Brexit“ nahm zuletzt weiter zu
- Auch wenn ein „Blind Brexit“ das wahrscheinlichste Szenario bleibt, erwarten wir eine weitere Eskalation der politischen Debatte bis Ende Jahr
- Kurzfristig besteht also Raum für eine weitere Schwächung des Pfunds

Schweiz

- Angesichts erneuter Unsicherheit um Zukunft der Europäischen Währungsunion spielt der Schweizer Franken einmal mehr seine Rolle als sicherer Hafen
- Wir senken die Prognose für EUR/CHF bis Ende 2018 abermals und rechnen jetzt mit 1.14
- Bedingte Prognose der Schweizerischen Nationalbank sieht selbst bei unveränderter Geldpolitik kein Überschreiten der Inflation bis 2020

Franken macht Abwertung von 2017 wieder wett



Die Konjunktur in der Schweiz wurde jüngst auch von einer vorübergehenden Schwäche des Frankens beflügelt. Dieser Rückenwind ist mittlerweile Geschichte: Gab der Franken 2017 auf handelsgewichteter Basis rund 4% seines Wertes preis, wertete er im laufenden Jahr bereits wieder in ähnlichem Umfang auf. Angesichts der Unwägbarkeiten um den Brexit und zu Italiens Budgetplänen wird der Franken seine Rolle als sicherer Hafen wohl nicht so schnell wieder los. Bis Jahresende dürfte der Euro nur unter einer der folgenden drei Bedingungen wieder deutlich aufwerten. Erstens: Stark steigende Inflationsraten in der Eurozone, welche eine rasche Änderung der Geldpolitik der EZB nach sich ziehen würden. Zweitens: Eine Aufhellung der Stimmung unter den Investoren gegenüber den Schwellenländern. Drittens: Eine umfassende Vertragslösung zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich in Sachen Brexit. Diese dritte, vorerst wenig wahrscheinliche, Entwicklung würde auch dem Pfund Auftrieb verleihen. Eine rasche Lösung für den Brexit ist jedoch nicht unser Hauptszenario: Vielmehr erwarten wir eine Einigung zu einer Übergangslösung in letzter Minute, welche nur in wenigen Bereichen Klarheit schafft. Die britischen Medien bezeichnen ein solches Ergebnis als „blinden Brexit“. Vorerst nehmen die Wahrscheinlichkeiten für die Extremszenarien, also den „No Deal Brexit“ oder gar keinen Brexit jedoch eher zu. Die US Wirtschaft setzt ihren Aufschwung dank der Impulse durch die Steuerreform unvermindert fort. Diese Wachstumsdynamik und die geldpolitische Antwort des Fed darauf, rechtfertigen die Erwartung eines stärkeren US Dollars bis Ende 2018.

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.