

Zinsen/Obligationenmärkte

Starker Zinsanstieg rund um den Globus

USA

- Rendite auf US Anleihen mit zehn Jahren Laufzeit ist seit dem 26. Juni um 25 Basispunkte gestiegen – nach diesem Anstieg ist sie wieder auf dem Niveau von Anfang Jahr
- Wir erwarten einen weiteren Zinsschritt der Federal Reserve in diesem Jahr – dieser dürfte die Langfristzinsen jedoch nur moderat nach oben drücken

Eurozone

- Die Musik der Obligationenmärkte spielte in der Eurozone – Mario Draghis Äusserungen zur gefestigteren Wirtschaftserholung lösten rund um den Globus einen Zinsanstieg aus
- Renditen der deutschen Bundesanleihen stiegen auf fast 0.6% an, dieses Niveau wurde seit Anfang 2016 nicht mehr erreicht – wir sehen nur limitiertes, weiteres Aufwärtspotenzial bis zum Jahresende

Japan

- Langfristzinsen stiegen auf etwa 0.1% – dies ist immer noch mit dem Ziel der Bank of Japan von Renditen von etwa 0% für Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit vereinbar
- Während in der Eurozone die Normalisierung der Geldpolitik langsam näher rückt, sehen wir in Japan keine Anzeichen für eine solche Trendwende

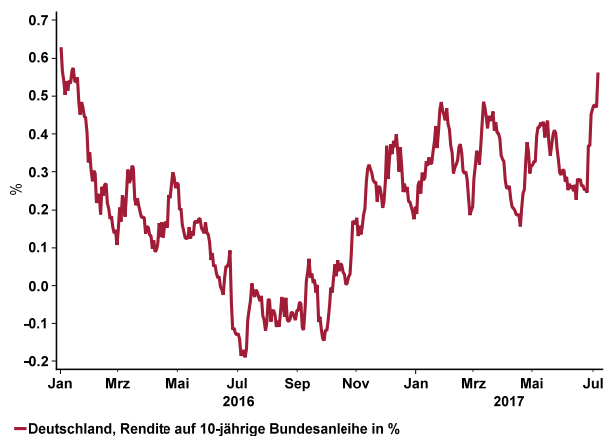
Grossbritannien

- Auch die Bank von England deutete eine künftig straffere Geldpolitik an – Renditen auf zehnjährigen Staatsanleihen sind seit Ende Juni um 30 Basispunkte gestiegen
- Inflation dürfte bis Ende Jahr auf knapp 3% bleiben und danach aufgrund geringeren Aufwärtsdruck der Importpreise zurückgehen

Schweiz

- Langfristzinsen in der Schweiz stiegen zusammen mit jenen der anderen europäischen Länder – Rendite auf zehnjährige Bundesobligation nähert sich der Nulllinie
- Wir gehen von leicht steigenden Zinsen aus, so dass sie per Ende Jahr leicht positiv notieren

Schalten die Zentralbanken bald einen Gang höher?



Source: Macrobond

Seit Ende Juni sind die Langfristzinsen in allen Hauptmärkten stark angestiegen. Ausnahmsweise lag der Ursprung dafür in Europa und nicht in den USA. Die Aussagen von EZB Präsident Mario Draghi lösten den generellen Aufwärtstrend aus. Er sagte, dass die Erholung in der Eurozone an Schwung gewonnen hat und dass es keine Deflationsrisiken mehr gebe. Viele Marktteilnehmer interpretierten diese Kommentare als Vorbereitung für eine Normalisierung der Geldpolitik. In der Folge zogen die steigenden Zinsen der Eurozone auch jene des angelsächsischen Raums, Japans und der Schweiz mit nach oben. Janet Yellen verlieh dem Anstieg zusätzlichen Schub. Sie sagte, dass die Federal Reserve um den kürzlichen Rückgang der Inflation nicht besorgt sei. Eine Interpretation dafür ist, dass das Fed ihr Inflationsziel de facto nach unten angepasst hat. Zudem spekulieren die Marktteilnehmer darüber, wann die US Notenbank ihre Bilanzsumme zurückfahren wird. Aus unserer Sicht ist es angebracht, sich mittelfristig auf eine Normalisierung der Geldpolitik in den USA und der Eurozone einzustellen. Wir gehen jedoch immer noch davon aus, dass dieser Normalisierungsprozess sehr langsam erfolgen wird. Diese Erwartung übersetzt sich in einen weiteren Anstieg der Zinsen bis zum Jahresende, jedoch mit einer viel tieferen Geschwindigkeit als dies in den letzten Tagen der Fall war. In der Eurozone ist das vorteilhaftere politische Umfeld ein weiterer Treiber für höhere Zinsen in den kommenden Wochen. Seit den Wahlen in Frankreich sind die politischen Risiken deutlich zurückgegangen und die Wahlen in Italien – welche für Beunruhigung sorgen dürften – sind derzeit noch nicht im Fokus. Schliesslich sind auch die Zinsen in der Schweiz gestiegen. Die Rendite auf die zehnjährige Bundesobligation dürfte bald positiv notieren.

Aktienmärkte

Wetten auf höhere Volatilität lohnen sich nicht

USA

- Auch wenn das Wachstum des Gewinn pro Aktie noch im zweistelligen Bereich ist, sind die Revisionen der Wachstumserwartungen für das nächste Jahr negativ
- Die Bewertungen sind über den vergangenen Monat nicht weiter angestiegen, bleiben aber hoch - US Aktien sind im Vergleich zu europäischen Werten weniger attraktiv
- Das Fed scheint entschlossen, die Normalisierung der Geldpolitik fortzuführen

Eurozone

- Relativ zu US Aktien sind europäische Aktien fundamental betrachtet preislich attraktiver
- Mit seinen Aussagen anlässlich des EZB Forums in Sintra, überraschte Mario Draghi die Märkte – Aktien korrigierten angesichts der drohenden Normalisierung der Geldpolitik
- Die Aufwertung des Euro ist eine Belastung für die Rally – die Wahlen in Österreich und Italien könnten die Euro-Aufwertung allerdings beenden

Japan

- Über die vergangenen vier Wochen hat sich der Yen handelsgewichtet um fast 4% abgewertet und somit die Aktienperformance gestützt – dies dank der sehr akkommodativen Haltung der Notenbank im Vergleich zu anderen Zentralbanken

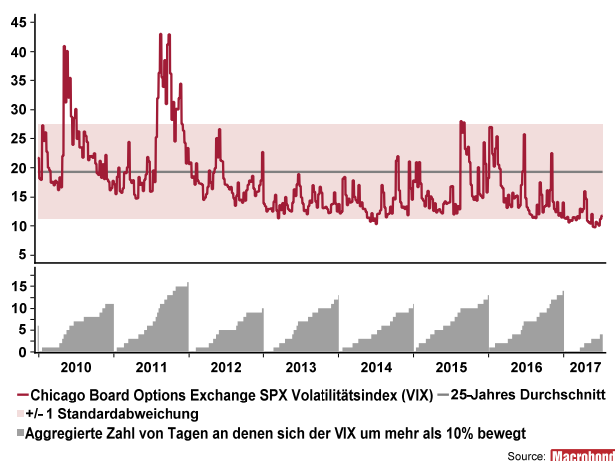
Grossbritannien

- Das politische Debakel hat die Unsicherheiten für Unternehmer nur noch verschärft – das Anlegervertrauen in gewisse britische Aktien leidet darunter
- Die gestiegene Inflation verleitet die Notenbank zu einer restriktiveren Haltung in der Kommunikation – keine guten Neuigkeiten für Aktienwerte

Schweiz

- Dank der überaus starken Rally im April und Mai zeigt sich der SPI als Outperformer unter den einschlägigen Aktienindizes in diesem Jahr
- Die Erleichterung dank eines schwächeren CHF zeigt sich deutlich – exportorientierte Unternehmen sollten es vor diesem Hintergrund im internationalen Wettbewerb etwas leichter haben

Risiken werden ausgeblendet – ruhiges und stabiles 2017



Obwohl Zentralbanken in der Regel darauf abzielen, möglichst langweilig zu sein, sind die Federal Reserve, die Bank of England und vor allem die EZB über die vergangenen Wochen deutlich von dieser Maxime abgerückt. Ihre überraschende Kommunikation hinsichtlich potenzieller Normalisierung der Geldpolitik hinterliess Spuren in den Finanzmärkten. Die meisten Aktienindizes weisen somit über den vergangenen Monat eine negative Performance auf. Auch schon vor dieser überraschenden Kehrtwende in der Zentralbank-Kommunikation erachteten wir die Wahrscheinlichkeit einer Korrektur an den Aktienmärkten als hoch. Während wir also in der kurzen Frist zur Vorsicht mahnten, ist in der Zwischenzeit auch noch ein stützender Faktor für künftige Notierungen weggefallen: die Erwartungen an künftige Gewinnzuwächse der Unternehmen. Über die vergangenen Wochen sind die Revisionen des Gewinns pro Aktie deutlich eingebrochen, insbesondere für den US Markt, wo die Revisionen gar in den negativen Bereich gefallen sind. Einmal mehr waren im Zuge des Ölpreistrückgangs die Energieunternehmen im Fokus. Auch für die europäischen Märkte ist von einem rückläufigen Trend bezüglich Wachstums des Gewinns pro Aktie auszugehen. Dennoch sind die europäischen Märkte hinsichtlich fundamentaler Bewertung als attraktiver einzustufen. In der Zwischenzeit lassen sich die Aktieninvestoren auch kaum mehr schockieren. Geopolitik und andere Risiken werden ausgeblendet. Diese Selbstgefälligkeit der Marktteilnehmer wird anhand der Volatilität des S&P 500 wie oben dargestellt eindrücklich aufgezeigt. Schliesslich spielt auch das saisonale Muster für unsere Einschätzung in der kurzen Frist eine Rolle: Im Vorfeld zur Berichtssaison sehen sich die Unternehmen der „black-out“ Periode gegenüber, welche es ihnen verbietet, eigene Aktien zurückzukaufen. Diese wichtige Stütze für die Notierungen wird über die kommenden Wochen wegfallen.

Währungen

Euro im Aufwind

USA

- Die Schwäche der US Administration spiegelt sich auch in der Entwicklung des USD wider
- Die Marktteilnehmer glauben nicht an den indizierten Pfad der Zinserhöhungen durch das Fed – Terminkontrakte zur Zinsentwicklung zeigen dies sehr deutlich
- EZB und Bank of England überraschten kommunikativ und lösten eine Abwertung des USD gegenüber EUR und Pfund aus

Eurozone

- Gestützt durch starke Wirtschaftsdaten und in Aussicht gestellte Normalisierung der Geldpolitik, wertete der EUR auf handelsgewichteter Basis temporär um 1% auf
- Über den nächsten Monat erwarten wir keine weitere deutliche Aufwertung des EUR gegenüber USD
- Politische Risiken sind nicht vollständig verschwunden – Wahlen in Italien und Österreich könnten EUR belasten

Japan

- Die Bank of Japan unterstrich ihre lockere Geldpolitik nochmals und sorgte so für eine Abwertung des Yen gegenüber USD, EUR und CHF
- Da sich die ökonomischen Daten durchaus stärker zeigen, glauben wir nicht an eine anhaltende Schwächephase des Yen

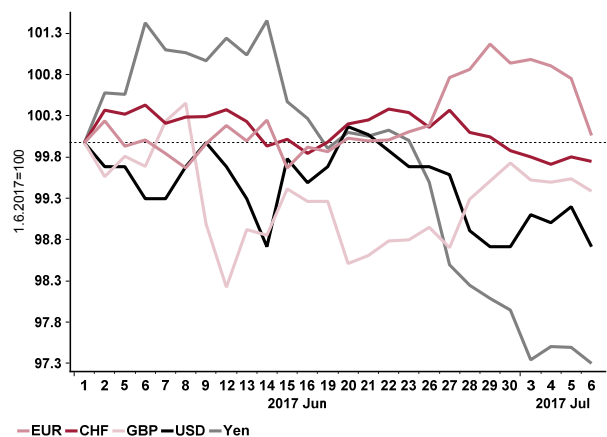
Grossbritannien

- Die Notenbank schlug einen restriktiveren Ton an und sorgte für ein stärkeres Pfund trotz politischer Unsicherheiten und schwächerer Wirtschaftsdaten
- Die Pfund Stärke wird nicht nachhaltig sein – der Wirtschaftsausblick verschlechtert sich und die Brexit Verhandlungen werden schmerzvoll sein

Schweiz

- EUR/CHF legte dank EZB zu – politische Risiken stehen einer allzu deutlichen Aufwertung von EUR im Weg
- Die EUR Stärke dürfte der SNB gefallen – dennoch bleibt der CHF überbewertet

Handelsgewichtete Währungen: Notenbanken sei Dank



Source: Macrobond

Die relative Entwicklung der handelsgewichteten Währungen seit anfangs Juni (s. Grafik) widerspiegelt den Kommunikationspfad, den die verschiedenen Zentralbanken eingeschlagen haben. Der EUR ist unter Aufwertungsdruck seit Mario Draghi anlässlich des EZB Forums in Sintra eine Normalisierung der Geldpolitik in Aussicht stellte. Auch das Fed und die Bank of England unterstrichen ihre Bereitschaft, den Märkten die geldpolitische Stütze langsam zu entziehen. Für manchen Beobachter sah dies schon nach einer konzertierten Aktion aus und die Märkte bewerteten dies auch entsprechend. Dagegen erneuerte die Bank of Japan ihr Versprechen nochmals, an der ultra-lockeren Geldpolitik festzuhalten solange bis das Inflationsziel erreicht sei. Abgesehen von der Kommunikation der Zentralbanken ist die EUR Aufwertung aber auch durch die wirtschaftliche Stärke der Währungsunion gerechtfertigt. Vom derzeitigen Niveau erachten wir das Potenzial weiterer EUR Aufwertung gegenüber USD dennoch als begrenzt. Immerhin befindet sich die amerikanische Notenbank in einem veritablen Zinserhöhungszyklus. Darüber hinaus möchte die EZB auch eine allzu deutliche Aufwertung des EUR aufgrund der nachteiligen Wirkung auf die Wirtschaftsdynamik und des inflationsdämpfenden Effekts verhindern. Gegenüber CHF allerdings, wäre aus Überlegungen der geldpolitischen Ausrichtung durchaus eine weitere, moderate Aufwertung möglich. Dies stellt eine grosse Erleichterung für die Schweizerische Nationalbank dar, welche es sich leisten kann, die Interventionen am Devisenmarkt zurückzufahren. Nichtsdestotrotz bleibt der CHF gemäss allen einschlägigen Bewertungsmodellen deutlich überbewertet.

Erstellt und verabschiedet durch das Economics Research Team der 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 Management 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. **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**