

Zinsen/Obligationenmärkte

Auf der Suche nach Inflation

USA

- Der Anstieg der 10-Jahres Rendite kam dank der schwachen Inflationsrate zu einem abrupten Ende
- Da Janet Yellen einen moderateren Ton anschlug, haben die Märkte die zusätzliche Leitzinserhöhung in diesem Jahr wieder ausgepreist
- In der kurzen Frist wird das Fed das Timing der geldpolitischen Entscheide von den Inflationsdaten im dritten Quartal abhängig machen

Eurozone

- Die derzeitige Euro Aufwertung heisst, dass die EZB das Inflationsziel in diesem Jahr deutlich verfehlen wird und noch deutlicher im 2018
- Während das Zurückfahren des Wertschriftenkaufprogramms noch immer zu erwarten ist, ist die Normalisierung der Zinsen noch in weiter Ferne

Japan

- Zwei Schlüsselziele von Abenomics bleiben ausser Reichweite: Ein ausgeglichener Staatshaushalt und die Reflation der Binnenwirtschaft
- Wir erwarten keine Änderung der geldpolitischen Ausrichtung über die nächsten drei Jahre oder gar länger

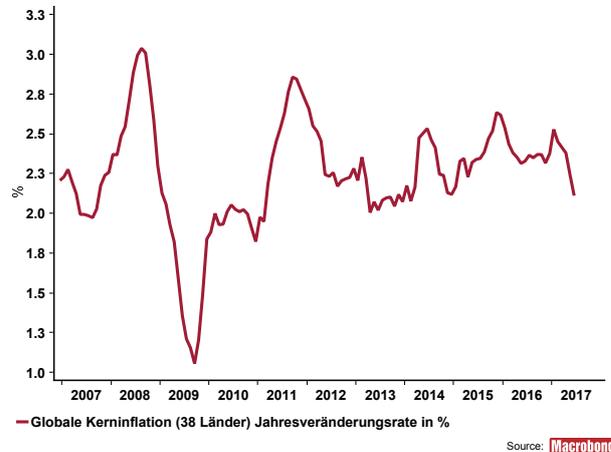
Grossbritannien

- Wie andernorts auch in der entwickelten Welt überraschte die Inflationsrate gegen unten; wir erwarten einen Höchststand der Inflation im Oktober dieses Jahres
- Dies und eine potenzielle Verzögerung der Massnahmen durch Fed und EZB nimmt Druck von der Bank of England, bald die Normalisierung der Geldpolitik zu starten

Schweiz

- Während die 10-Jahres Rendite andernorts fiel, verharrt die der 10-jährigen Bundesobligation um die Nulllinie
- Die Nachfrage nach sicheren Häfen fällt dank des synchronen globalen Aufschwungs
- Wir erwarten einen moderaten Anstieg der Langfristzinsen bis zum Jahresende, so dass leicht positives Territorium erreicht werden dürfte

Starker Rückgang der globalen Kerninflationsrate



Source: **Macrobond**

Die Rhetorik der Zentralbanker schickte die Bondmärkte über die vergangenen Wochen auf eine Achterbahnfahrt. Während die Zinsen im Verlauf des Juni gestiegen waren, folgte im Juli eine teilweise Korrektur. Der Hauptgrund für die Kehrtwende war der Abwärtstrend der Inflationsraten welcher die Investoren überraschte. Unser hauseigener Indikator der globalen Kerninflation fiel auf den tiefsten Stand seit Februar 2011. Die Entwicklungen an den Finanzmärkten in der zweiten Jahreshälfte werden massgeblich von der Reaktion der Zentralbanken auf deren offensichtliches Verfehlen des Inflationsziels abhängen. Als Daumenregel kann man davon ausgehen, dass die stattgefunden Euro-Aufwertung die Inflationsrate über die nächsten 12 Monate um 0.3 Prozentpunkte schmälern wird. Unserer Meinung nach fällt somit die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB weitere Massnahmen ergreifen wird, welche über eine Reduktion des Kaufprogramms hinausgingen. Der Rückgang der Inflationsrate in den USA kann eher als vorübergehend betrachtet werden. Wir erwarten hier, dass die Inflationsrate zur Mitte des nächsten Jahres wieder über 2% zu liegen kommt. Die finanziellen Rahmenbedingungen für die US Wirtschaft haben sich seit Beginn der geldpolitischen Normalisierung im Dezember 2015 deutlich gelockert. Somit bleibt unsere Annahme einer weiteren Zinserhöhung in diesem Jahr und der Verkürzung der Bilanz des Fed intakt. Allerdings werden die Mitglieder des Offenmarktausschusses die Inflationstendenzen und die Entwicklung der Löhne über die kommenden Monate sehr genau verfolgen. Die Investoren rund um den Globus täten gut daran, es ihnen gleich zu tun.

Aktienmärkte

Die Luft wird noch dünner

USA

- Nachdem circa 200 Unternehmen des S&P500 ihre Aktivität im 2. Quartal auswiesen, überraschen mehr als 80% der Berichte positiv – auf den ersten Blick scheint die anhaltende Rally gut unterstützt
- Allerdings revidieren die Analysten ihre Erwartungen an das Gewinnwachstum 2018 laufend nach unten
- Extrem tiefe Volatilität und rekordhohe Allokation in Aktien geben Warnsignale ab

Eurozone

- Relativ zu US Aktien sind europäische Werte fundamental betrachtet preislich attraktiver
- Auch wenn Mario Draghi seine Rhetorik hinsichtlich geldpolitischer Normalisierung etwas zügelte, korrigierten die Hauptindizes über die letzten vier Wochen
- Die Aufwertung des Euro ist eine Belastung für die Rally
- Wahlen in Österreich und Italien haben das Potenzial, die Märkte wieder zu beunruhigen

Japan

- Unterstützt durch den globalen Aufschwung, erscheinen die Wirtschaftsdaten sehr solide zur Jahresmitte
- Die globale Anlegerschaft wendet sich Richtung Japan auf der Suche nach Rendite und verhalfen dem japanischen Aktienmarkt zu einer guten Performance über die letzten 12 Monate
- Premierminister Abe verliert an Popularität, da seine Politik fehlschlägt und aufgrund eines öffentlichen Skandals

Grossbritannien

- Über die letzten 12 Monate war der FTSE 100 einer der schlechtesten Indizes unter denjenigen der entwickelten Märkte – Wertpapiere des Finanzsektors hatten die grössten Einbussen

Schweiz

- Die binnenwirtschaftliche Nachfrage bleibt verhalten – die Früchte tiefer Zinsen und günstiger Importe sind geerntet und der Initialimpuls läuft aus
- EUR/CHF Wechselkurs bewegt sich deutlich nach oben, was den Schweizer Exporteuren zugutekommen dürfte

Relative Performance seit Jahresbeginn



Source: **Macrobond**

Die europäischen Indizes hatten für einen weiteren Monat Mühe, eine positive Performance zu generieren. Den amerikanischen Aktien gelang es wiederum höher zu klettern, angetrieben durch eine Berichtssaison, welche mehrheitlich erfreuliche Gewinnresultate generierte. Mehr als 80% der S&P500 Unternehmen welche Zahlen für das zweite Quartal lieferten, übertrafen die Gewinnerwartungen der Analysten. Somit haben die Anleger die jüngsten Andeutungen des Fed, dass sie eine Verkürzung der Bilanz bereits im September lancieren könnten, gut verdaut. Gleichzeitig betonte die Zentralbank auch, dass die Inflationsrate noch deutlich unter dem Ziel liege, das sie sich gesteckt haben. Sie scheinen somit keine Eile zu haben, ihre Zinspolitik zu ändern. Auf der anderen Seite des Atlantiks gelang es den Aktiennotierungen nicht anzuziehen, nachdem Mario Draghi die Marktteilnehmer einen Monat vorher mit Andeutungen schockierte, dass die geldpolitische Normalisierung bald bevorstünde. Diese Aussage lancierte einen Aufwertungstrend des Euro welcher noch immer anhält und welcher sowohl die künftige Wachstums- als auch Inflationsdynamik dämpfen wird. Die Aktienmärkte werden dafür abgestraft. Alles in allem, erscheint uns unsere vorsichtige Haltung zu Aktienengagements zunehmend gerechtfertigt. Die fundamentalen Bewertungen der Aktienmärkte sind teuer, insbesondere in den USA; die Gewinnaussichten für das Jahr 2018 sind sowohl für europäische, als auch für US Aktien gefallen; Volatilitätsindizes verharrten auf extrem tiefem Niveau und zeigen somit die Selbstgefälligkeit der Investoren auf und der Blick auf die Positionierungen der Investoren enthüllt ebenfalls rekordhohe Niveaus rund um den Globus. Dahinzukommt noch, dass wir von abnehmender Dynamik ausgehen was das Wirtschaftswachstum betrifft. All dies mahnt zur Vorsicht.

Währungen

Zwei G10 Währungen heben sich ab

USA

- Der US Dollar hat gegenüber anderen Hauptwährungen deutlich an Wert verloren
- Schwache Inflation als auch enttäuschende Verkaufszahlen im Einzelhandel setzen ein Fragezeichen hinter den Zinserhöhungszyklus des Fed und üben Druck auf die Währung aus
- Der politische Stillstand in Washington untergräbt zunehmend den Konjunkturoptimismus

Eurozone

- Der EUR wurde durch die Kommunikation der EZB befeuert, welche eine Normalisierung der Geldpolitik andeutete dank des guten Wachstumsausblicks
- Spekulative Positionen in der Einheitswährung sind extrem hoch und unterstützen weitere Aufwertung
- Da Populisten weiter an Boden gewinnen, bleibt die Wahl in Italien ein Risiko auch für den Wert des Euro

Japan

- Die Zentralbank hat ihre Entschlossenheit betont, die gesamte Zinsstrukturkurve zu kontrollieren und somit an der geldpolitischen Ausrichtung festzuhalten
- Da sich die wirtschaftlichen Daten immer stärker zeigen, glauben wir nicht an eine weitere Abwertung des Yen

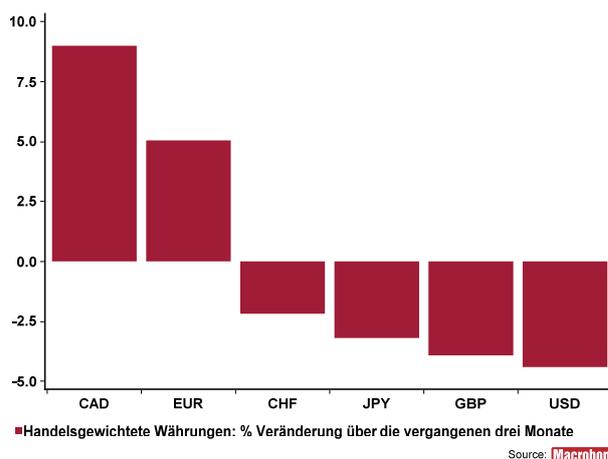
Grossbritannien

- Die schwächeren Inflationsdaten nehmen Druck von der Bank of England, die geldpolitischen Zügel anzuziehen
- Das Pfund könnte wieder unter Druck geraten da sich der Wirtschaftsausblick verschlechtert und die Brexit Verhandlungen schmerzvoll sein werden

Schweiz

- Über den letzten Monat hat sich EUR gegenüber CHF um mehr als 4% aufgewertet – allerdings scheint die Luft nach oben von diesem Niveau eher beschränkt
- CHF hat allerdings gegenüber USD, Pfund und Chinesischem Yuan aufgewertet
- CHF bleibt klar überbewertet

Der kanadische Dollar schlägt alle



Unter den Währungen der G10 Nationen gibt es zwei, deren Entwicklung sich in den letzten vier Wochen klar von den anderen abhebt: Der kanadische Dollar und der Euro. Beide haben im Vergleich zu anderen Hauptwährungen markant aufgewertet. Dabei profitierten beide von der Kommunikation ihrer jeweiligen Zentralbank. Der Kanadische Dollar gewann gegenüber dem USD mehr als sieben Prozent und beinahe fünf Prozent gegenüber dem CHF. Eine unerwartete Zinserhöhung und eine schnelle Anpassung der Erwartungen an den Finanzmärkten bezüglich der weiteren Zinspolitik der Bank of Canada waren die Hauptgründe für diese Aufwertung. Etwas versöhnlichere Aussagen des Weißen Hauses bezüglich der NAFTA Neuverhandlungen führten zusätzlich dazu, dass frühere Ängste bezüglich großer Handelsstörungen nicht mehr in den Wechselkurs eingepreist wurden. Die zweite Währung welche speziell erwähnt werden sollte beweist, dass „Todgesagte länger leben“: Der Euro. Obwohl Dragis Äußerungen als etwas mehr „dovish“ eingestuft wurden als noch jene vom EZB Meeting in Portugal, zeigt die Währung immer noch Ausdauer gegenüber anderen Hauptwährungen. Handelsgewichtet wertete sich der Euro über die letzten drei Monate um sechs Prozent auf. Dies ist bestimmt nicht das gewünschte Tempo der EZB. Ob dies die Entschlossenheit der EZB ihre Geldpolitik wieder zu normalisieren abschwächt, bleibt jedoch offen. Unserer Meinung nach ist der Spielraum für eine weitere Aufwertung des Euro vom heutigen Niveau eher begrenzt. Weicht die EZB allerdings in zukünftigen Kommunikationen nicht von einer Normalisierung der Geldpolitik ab, so kann dies in Kombination mit einer weiterhin zurückhaltenden SNB Raum für eine weitere Aufwertung des EUR schaffen.

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**