

Zinsen/Obligationenmärkte

Alle Augen sind auf Jackson Hole gerichtet

USA

- Einige Mitglieder des Offenmarktausschusses klangen letztthin so, als wären sie bereit für eine weitere Normalisierung der Zinsen – Janet Yellen's Rede in Jackson Hole wird mit Spannung erwartet
- Wir erwarten eine Wiederaufnahme des vorsichtigen Zinserhöhungszyklus im Dezember 2016 – Marktteilnehmer teilen diese Meinung zunehmend
- Seit Anfang Juli ist die Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen um 20 Basispunkte angestiegen

Eurozone

- Das Kaufprogramm von Unternehmensanleihen der EZB hat die Finanzierungskosten für Unternehmen nochmals dramatisch gedrückt
- Da die EZB als Käufer agiert können die Langfristzinsen kaum steigen – wir sehen keinen Grund für höhere Zinsen über die kommenden vier Wochen

Japan

- Da die Notenbank die Geldpolitik weniger lockerte als allgemein erwartet, sind die Langfristzinsen deutlich angestiegen
- Die 10-jährige Rendite kletterte direkt nach der Veröffentlichung um 20 Basispunkte und hält seither das Niveau

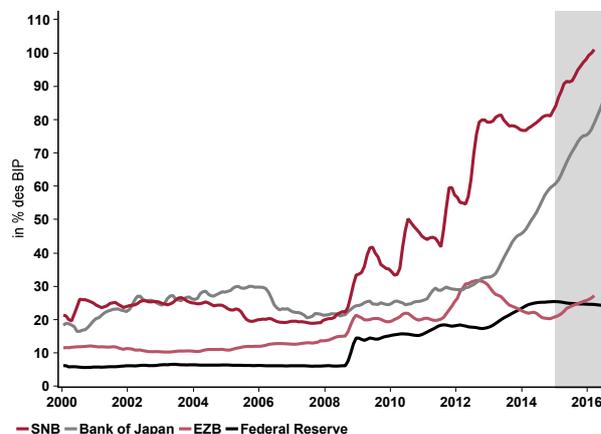
Grossbritannien

- Der Rendite des 10-jährigen Gilt ist noch immer etwa 80 Basispunkte tiefer als vor dem Referendum im Juni
- Stimmungsindikatoren bestätigen die deutliche Verlangsamung des Wirtschaftsgeschehens
- Die finanziellen Rahmenbedingungen haben teilweise den Job der Bank of England gemacht indem sie klar lockerer geworden sind – es bleibt abzuwarten ob die BoE tatsächlich eine weitere Zinssenkung durchführen wird

Schweiz

- Die SNB dürfte das Zielband für den 3-Monats Libor über längere Zeit unverändert belassen
- Durch die anhaltenden FX Interventionen ist die Bilanz der SNB auf über 100% des BIP angestiegen

Grösse der Bilanz der Zentralbanken: SNB weit vorne



Source: [Macrobond](#)

Zeitgleich mit dem Verfassen dieses Dokuments treffen sich die Zentralbanker dieser Welt in Jackson Hole, Wyoming, um die wichtigsten Themen der Wirtschaft und der Geldpolitik zu diskutieren. Insbesondere die Rede der Vorsitzenden der Federal Reserve wird die Aufmerksamkeit auf sich ziehen. Die tiefen Produktivitätsraten in der entwickelten Welt und die Folgen für das neutrale Niveau der Zinsen stehen ganz oben auf der Agenda. In der letzten Zeit gab es einige Vertreter der Federal Reserve, welche eine weitere Normalisierung der Leitzinsen in Aussicht stellten. Es bleibt abzuwarten, ob Janet Yellen diesen Faden aufnehmen wird. Wir halten an unserer Meinung fest, dass die zweite Zinserhöhung in diesem Zyklus im Dezember 2016 getätigt wird, gefolgt von einem überaus moderaten Normalisierungspfad. Die nächste Sitzung der EZB anfangs September beinhaltet eine Aktualisierung der EZB Prognosen und könnte die Begründung für eine zeitliche Ausdehnung des Kaufprogramms über den März 2017 hinaus liefern. Genau diese Verlängerung erwarten wir auch und haben diese dementsprechend in unsere Langfristszenarien eingebaut. Darüber hinaus wird die gründliche Lagebeurteilung der Bank of Japan im September mit Skepsis erwartet, was weitere Optionen der Geldpolitik zur Wirtschaftsstimulierung betrifft. Seitens Inflation wird der oft zitierte Basisseffekt des tiefen Energiepreinsniveaus vom letzten Jahr über die kommenden Wochen zum Tragen kommen und die allgemeine Teuerung näher an die entsprechenden Zentralbankziele nach oben drücken. Die Märkte werden unserer Meinung nach hiervon unbeeindruckt bleiben. Die Inflationserwartungen befinden sich noch immer nahe den historischen Tiefständen. Einige Zentralbanken kaufen noch immer grosse Mengen an Staatsanleihen auf und werden dadurch auch weiterhin ein Ansteigen der Zinssätze verhindern.

Aktienmärkte

Extrem tiefe Volatilität der Aktien

USA

- Die Luft wird dünn für den S&P500 nachdem er Mitte August ein Allzeithoch erklommen hat
- Im internationalen Vergleich schlägt sich der US Index gut, weil die finanziellen Rahmenbedingungen extrem vorteilhaft bleiben
- Die Volatilität ist sehr tief – unserer Meinung nach wird sich dies künftig ändern

Eurozone

- Der EuroStoxx 50 hinkt den anderen Indizes in der Erholung nach dem Brexit Schock hinterher
- Die Performance der europäischen Indizes wird durch die anhaltende Besorgnis um den Bankensektor belastet
- Politische Risiken bleiben eine Belastung für die Performance in Europa – die Wahlen in Deutschland und Frankreich machen zunehmend Schlagzeilen

Japan

- Die Aussicht auf geld- und fiskalpolitische Stimulierung zieht die Aufmerksamkeit der Investoren auf sich
- Wir denken, die Erwartungen der Marktteilnehmer an weitere geldpolitische Massnahmen sind übertrieben
- Positiv zu nennen ist die leichte Erholung zyklischer Indikatoren

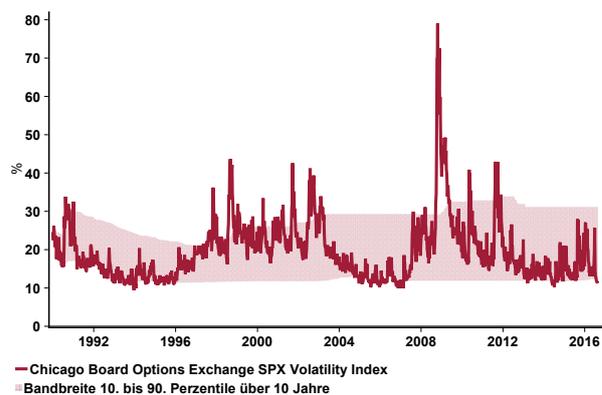
Grossbritannien

- Der FTSE 100 überflügelt weiterhin die anderen Indizes – er hat seit dem Referendum um knapp 11% zugelegt
- Solange das Pfund nicht aufwertet sind die finanziellen Rahmenbedingungen locker genug für die Unternehmen
- Um dem Brexit Schock zu begegnen wären fiskalische Massnahmen für die Unternehmen vermutlich effizienter als weitere geldpolitische Stimulierung

Schweiz

- Das Kurs-Gewinn Verhältnis liegt deutlich über dem 20-Jahres Durchschnitt – Aktien sind im historischen Vergleich teuer
- Investoren fokussieren auf die Inflationsraten und die geldpolitischen Entscheide in den USA was zu höherer Volatilität führen wird – der Schweizer Aktienmarkt ist unserer Meinung nach reif für eine milde Korrektur bis zum Jahresende

Volatilität auf extrem tiefem Niveau



Source: **macrobond**

Wie schon letzten Monat divergieren die Signale unserer Fundamentalanalyse und der quantitativen Modelle, welche als Faktor in unsere kurzfristige Allokation einfließen. Aus fundamentaler Sicht denken wir, die Finanzmärkte unterschätzen die Aufwärtsbewegung der Inflation und die Wahrscheinlichkeit der geldpolitischen Normalisierung in den USA. Da wir diese Entwicklungen durchaus in den Schlagzeilen erwarten bis Jahresende, werden die derzeit tiefen Volatilitäten nicht haltbar sein. Anders als durch die Futures Märkte indiziert, erwarten wir durchaus eine Zinserhöhung im Dezember dieses Jahres. Was Stützungsmaßnahmen anderer Notenbanken betrifft, sehen wir das Risiko für Enttäuschungen sowohl durch die Bank of Japan, als auch durch die EZB. Übertriebene Bewertungen stellen ein Zusatzrisiko für die Aktienmärkte dar, insbesondere falls die Unternehmensgewinne im dritten Quartal die Investoren enttäuschen sollten: Während Aktien relativ zu Obligationen in einem Negativzinsumfeld durchaus attraktiv sind, liegt das Kurs-Gewinn Verhältnis aus historischer Sicht auf überbeuertem Niveau. Zusätzliche Risikofaktoren für den kurzfristigen Ausblick sind politische Spannungen vor den US Präsidentschaftswahlen und das saisonale Muster, welches negativ für die Kursentwicklung ist. Unser fundamentaler Ausblick berücksichtigt all diese Risikofaktoren und gewichtet sie mit den angenommenen Wahrscheinlichkeiten. Im Gegensatz zu unserer vorsichtigen, fundamentalen Einschätzung, zeichnen die quantitativen Modelle, welche auf zurückliegenden Wirtschaftsdaten und Markttrends beruhen, ein konstruktiveres Bild. Dies gilt sowohl für die Modelle, welche aktuelle makroökonomische Daten abbilden, als auch für Trendfolgemodelle oder Risiko-Paritäts Modelle.

Währungen

Divergenz der Geldpolitik erneut Haupttreiber

USA

- Das schwache BIP-Wachstum im 2. Quartal brachte den USD unter Verkaufsdruck – der Dollar wertete über die letzten 4 Wochen gegen fast alle Hauptwährungen ab (ausser gegen GBP)
- Der künftige Pfad der Zinserhöhungen wird hinterfragt – der Jackson Hole Gipfel könnte Klarheit bringen
- Da wir eine Zinserhöhung im Dezember erwarten, gehen wir von einem stärkeren USD bis zum Jahresende aus

Eurozone

- Der Überraschungsindex zu den ökonomischen Daten favorisiert den EUR gegenüber USD – die Investoren zeigen allerdings wenig Appetit, auf einen stärkeren EUR zu wetten
- Die Ängste um ein Auseinanderbrechen der EU haben sich gelegt und verhelfen dem handelsgewichteten EUR zur Aufwertung seit dem 23. Juni

Japan

- Nach erneuter starker Aufwertung des Yen Ende Juli, hat sich der Aussenwert im August primär seitwärts bewegt
- Die Wirtschaftsdaten enttäuschen mehrheitlich und setzen die Bank of Japan unter Druck, dem zu begegnen

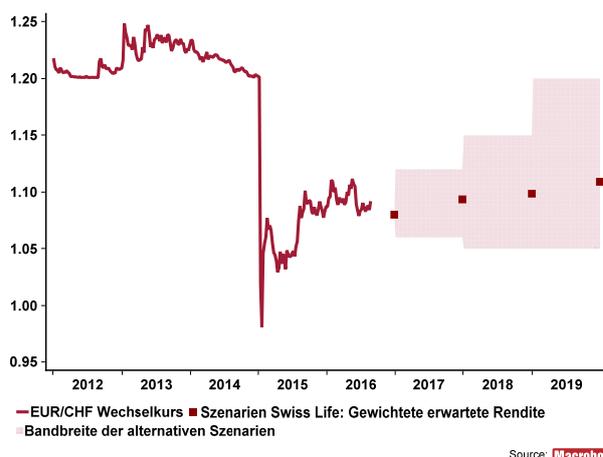
Grossbritannien

- Auch wenn einige Wirtschaftsdaten nach dem Referendum positiv überraschten, erwarten wir nichtsdestotrotz eine lockere Politik der Notenbank
- Das Pfund hat seit dem Tiefpunkt am 15. August sogar leicht aufgewertet
- Die strukturelle Schwäche der Leistungsbilanz und die abnehmende Wachstumsdynamik dürften für eine weitere Abwertung des Pfunds sorgen

Schweiz

- Die rückläufige Ansteckungsgefahr und erneute Risikofreude sollten EUR/CHF auf jetzigem Niveau halten
- Auch wenn die SNB weiterhin im Devisenmarkt agiert, sehen wir wenig Potenzial für eine Abwertung des CHF im jetzigen Wirtschaftsumfeld

Mittelfristsszenarien für EUR/CHF Wechselkurs



Sowohl die abnehmenden Ängste, dass das Referendum in Grossbritannien auf andere Länder ansteckend wirkt, als auch der steigende Risikoappetit internationaler Investoren unterstützen den EUR/CHF Wechselkurs auf dem derzeitigen Niveau. Allerdings deutet die Tatsache, dass die SNB weiterhin am Devisenmarkt interveniert daraufhin, dass der CHF in der mittleren Frist kaum abwerten dürfte. Die Grafik oben illustriert die Entwicklung des EUR/CHF Wechselkurs über die nächsten drei Jahre gemäss den Annahmen im Rahmen unserer Szenarien und deren Gewichtung, als auch die Bandbreite der möglichen Entwicklung im Rahmen unserer Wirtschaftsszenarien. Auf der globalen Bühne erwarten wir eine Aufwertung des USD über die kommenden Monate. Einige Fed Repräsentanten schlugen letzthin einen Ton an, der unsere Annahme einer Zinserhöhung noch im Dezember dieses Jahres plausibilisiert. Die Finanzmärkte haben solch einen Schritt noch nicht ausreichend eingepreist. Die Divergenz der geldpolitischen Ausrichtung ist der Hauptfaktor, weshalb wir einen stärkeren USD gegenüber Euro, Yen und Sterling erwarten. Da die Wachstumsdynamik in den USA im zweiten Halbjahr anziehen dürfte, wird sich somit das Differenzial gegenüber der Wachstumsdynamik in der Eurozone ausweiten und zu einer Aufwertung des USD gegenüber EUR führen. Zusätzliche fiskalische und geldpolitische Stimulierung seitens der Bank of Japan im nächsten Monat sollte zu einem schwächeren Yen führen. Die Bank of England dürfte allen Anreiz haben, eine schwächere Währung zu tolerieren und sogar ein kurzzeitiges Überschreiten des Inflationsziels aufgrund gestiegener Importpreise zulassen. Die strukturelle Schwäche der britischen Leistungsbilanz und die Abhängigkeit von der Aussenfinanzierung sollten sich als Bürde für das Pfund erweisen.

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**