

Zinsen/Obligationenmärkte

Die Kunst des Ausstiegs aus QE

USA

- Die fünfte Leitzinserhöhung in diesem Zyklus, und die dritte in diesem Jahr, ist für Dezember 2017 voll an den Futures-Märkten eingepreist – wir halten an unserer Erwartung drei weiterer Erhöhungen im 2018 fest
- Die Bilanzverkürzung des Fed wird die Renditekurve als Ganzes nach oben verschieben
- Die Renditekurve hat sich stark verflacht und wird dies wohl auch im Jahr 2018 tun

Eurozone

- Angesichts des robusten Wachstumsumfelds erscheint die quantitative Geldlockerung zunehmend fehl am Platz – die EZB wird ihre Wertpapierkäufe ab Januar 2018 drosseln
- Obwohl die Inflationsdynamik tief bleibt, widerspiegeln die tiefen Zinssätze nicht den konjunkturellen Ausblick
- Wir gehen davon aus, dass die Renditen der Eurozone jenen der USA folgen und gehen von steigenden Zinsen aus

Japan

- Der Optimismus für die japanische Wirtschaft ist neuerdings stark angestiegen – wir bleiben skeptisch was die Fähigkeit der Wirtschaft betrifft, Inflationsdruck zu erzeugen
- Die 10-jährige Rendite der Staatsanleihen befindet sich seit Beginn 2012 unter 1% und verharrt seit vielen Monaten nahe der Null

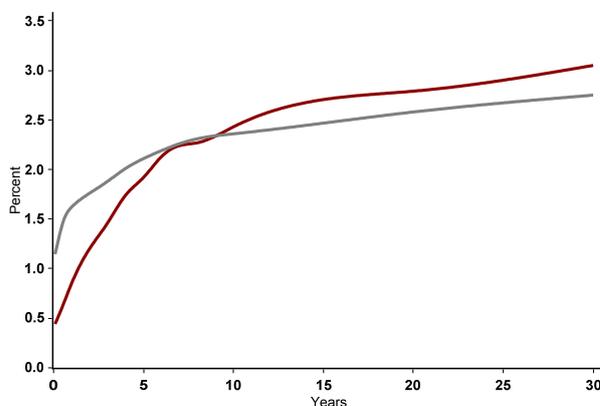
Grossbritannien

- Das gerade vorgestellte Haushaltsbudget unterstrich die Bereitschaft, fiskalisch zu unterstützen falls der Gegenwind des Brexit zu stark bläst
- Da der Schatzkanzler bereit ist, die fiskalischen Zügel zu lockern, wird das Angebot an Gilts steigen

Schweiz

- Ausser kurzen Perioden im März und Juli dieses Jahres, befand sich die 10-jährige Rendite immer im negativen Bereich
- Die Langfristzinsen werden nur moderat ansteigen

Anstieg der Kurzfristzinsen verflacht die Kurve



—US Zinsstrukturkurve, Ende November 2017 —US Zinsstrukturkurve, 1. Januar 2017

MACROBOND

Da sich der globale zyklische Aufschwung weiter fortsetzt, wird unter Analysten, Akademikern und sogar Notenbankern zunehmend am Nutzen der ultra-lockeren Geldpolitik in dieser Konjunkturphase gezweifelt. Negativzinsen könnten ein Teil der Erklärung sein – so das Argument – weshalb entwickelte Volkswirtschaften mit tiefen Produktivitätsraten zu kämpfen haben. Negativzinsen verzerren Allokationsentscheide der Unternehmer. Investitionsentscheide basieren somit auf extrem tiefen Zinssätzen und das billige Geld fließt in Projekte, welche sonst gar nicht überlebensfähig wären. Die quantitative Geldlockerung, welche eigentlich Deflation bekämpfen und das Wachstum beflügeln soll, drückt so auf die Produktivität und sorgt längerfristig selbst für eine Wachstumsabschwächung. Über die vergangenen Wochen erwähnte der Vorsitzende der Bank of Japan wiederholt die sogenannte „reversal rate“. Diese stellt den Punkt dar, an dem die lockere Geldpolitik mehr Schaden anrichtet als dass sie Gutes tut. Kuroda wurde so interpretiert, dass sich auch die Bank of Japan bald von dem Krisenmodus in der Geldpolitik verabschieden würde. Allerdings ist die japanische Notenbank weit davon entfernt, ihr Ziel von 2% Inflation zu erreichen. Dasselbe gilt auch für die EZB. In den USA, wo eine weitere Zinserhöhung durch das Fed für den Dezember 2017 voll eingepreist ist, deuten vorlaufende Indikatoren auf anziehenden Inflationsdruck hin. Somit gehen wir von drei weiteren Zinserhöhungen im 2018 aus. Die Zinsstrukturkurve, welche sich bereits deutlich verflacht hat, dürfte sich somit weiter verflachen, angetrieben durch den Anstieg der Kurzfristzinsen. Dies ist primär eine Folge des robusten wirtschaftlichen Umfelds. Wir deuten diese Verflachung allerdings nicht als eine Vorboten für eine bevorstehende Rezession. Auch von den Langfristzinsen erwarten wir über die kommenden vier Monate einen gemächlichen Anstieg.

Aktienmärkte

US Steuerreform findet Beachtung im Markt

USA

- Auch für das kommende Jahr wird ein Ertragswachstum im zweistelligen Bereich erwartet – die Revisionen der Gewinnerwartungen sind ebenfalls positiv
- Das noch zu verabschiedende Steuerpaket und dessen positive Wirkung auf die Unternehmensgewinne ist noch nicht gänzlich in den Erwartungen der Analysten reflektiert
- Stimmungsindikatoren unter Anlegern deuten keine Euphorie an – dies wäre sonst ein Signal zur Vorsicht

Eurozone

- Die relative Bewertung im Vergleich zu risikofreien Anlagen erscheint weiterhin attraktiv und dies auch deutlicher als bei den US Aktien
- Der starke Euro hinterlässt keinerlei Spuren in der Unternehmerstimmung – im Gegenteil, die Unternehmer sind optimistisch was den künftigen Geschäftsgang betrifft

Japan

- Dank des gestiegenen Wirtschaftsoptimismus hat der Nikkei die anderen Indizes seit Beginn des Quartals geschlagen
- Die japanische Wirtschaft und vorab exportorientierte Unternehmen profitieren vom globalen Aufschwung

Grossbritannien

- Politische Unsicherheiten hinsichtlich Brexit halten an und der europäische Gipfel der Staatsoberhäupter Mitte Dezember wird ein wichtiger Meilenstein sein, um die Verhandlungen voranzutreiben
- Wenig überraschend hinkt der FTSE100 den anderen Indizes in diesem Jahr hinterher

Schweiz

- Die deutliche Franken-Abwertung und leicht steigende Zinsen kommen primär den Schweizer Exporteuren und Titeln aus dem Finanzsektor zugute
- Die Schweizer Wirtschaft partizipiert schliesslich am globalen Aufschwung, eindrucklich unter Beweis gestellt durch das starke Wachstum im Q3 2017 und die Aufwärtsrevisionen vorangegangener Quartale

US Steuerpaket scheint doch wieder zu überzeugen



Die Dynamik an den Aktienmärkten war 2017 wieder sehr stark. Das wirtschaftliche Umfeld stützte mit dem synchronen Aufschwung in den Industrie- als auch Schwellenländern. Die Unternehmensgewinne entwickelten sich gut, die Zinsen in den USA und Europa blieben tief und der geldpolitische Stimulus hielt an. Die Anleger rätseln, ob diese Kursgewinne auch im 2018 erreichbar sind. Für das erste Quartal 2018 bleiben wir zuversichtlich. Das Weltwirtschaftswachstum wird eine Stütze bleiben. Prognosen zum Gewinnwachstum bewegen sich im zweistelligen Bereich. Die Saisonalität ist im Dezember, Januar und Februar positiv. Wir erwarten auch nur einen verhaltenen Anstieg der Langfristzinsen. In solch einem Umfeld sollten Kursrückschläge zum Zukauf genutzt werden. Wann immer der Markt korrigiert, steigen Investoren auf attraktiverem Niveau wieder ein. Können die Kurse bei den derzeitigen Bewertungen überhaupt noch steigen? Absolut betrachtet sind US Aktien hoch bewertet und somit teuer. Allerdings bringen Anlageentscheide immer eine relative Einschätzung zum Ausdruck. Die relative Bewertung von Aktien bleibt attraktiv. Welche Risiken gefährden unseren positiven Ausblick? Die quantitative Geldlockerung war eine gewaltige Stütze für die Kursentwicklung in den vergangenen Jahren. Die geldpolitische Normalisierung in den USA und Europa andererseits hat noch keine Spuren an den Märkten hinterlassen. Ein deutliches Warnsignal wäre für uns, wenn Stimmungsindikatoren auf euphorische Werte kletterten. Dies ist soweit nicht geschehen. Politik bleibt beidseits des Atlantiks ein Schlüsselrisiko. Über die letzten Tage sind die Erwartungen an die Steuerreform in den USA wieder angestiegen. Dies spiegelt sich insbesondere in den Notierungen derjenigen Aktien wider, deren Unternehmen bis anhin noch mit besonders hohen Steuersätzen konfrontiert sind. Die potenzielle Reduktion der Körperschaftssteuersätze beflügelt die Notierungen am aktuellen Rand.

Währungen

EUR/CHF über 1.17

USA

- Die Kerninflation ist nach einigen enttäuschenden Monaten wieder angestiegen
- Jerome Powell wurde als neuer Fed Vorsitzender bestätigt – er steht für Kontinuität und zwingt somit nicht, die Erwartungen an den Zinserhöhungszyklus zu ändern
- Wir werden etwas vorsichtiger für den USD, da das wirtschaftliche Umfeld in der Eurozone stärker wurde

Eurozone

- Die Kerninflation enttäuscht wieder und bleibt unter 1%
- Der EUR stieg gegenüber USD stark an, blieb aber unter 1.20
- Die italienischen Wahlen sind noch nicht im Fokus der Investoren, dies wird sich aber zum Jahresbeginn ändern – Gruppierungen Euro-skeptischer Parteien wie Cinque Stelle führen mit 46% die Umfragewerte an

Japan

- Wir erwarten keine Bewegung in JPY/USD – Yen profitiert von gutem wirtschaftlichem Umfeld und bleibt stark unterbewertet
- Die Bank of Japan unterhält weiter die grosszügigste Geldpolitik unter den hier behandelten Notenbanken

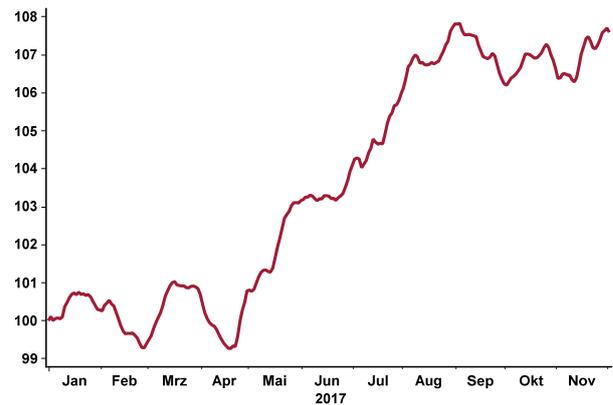
Grossbritannien

- Erste Zinserhöhung der Bank of England ist eher als Beendigung der Notmassnahme nach Brexit-Referendum zu sehen, denn als Beginn eines Zinserhöhungszyklus
- Die allgemeine Inflationsrate hat im Oktober bei 3% den Höhepunkt einstweilen erreicht

Schweiz

- Überbewertung des Franken wurde in den letzten Wochen deutlich in Richtung einer fairen Bewertung korrigiert
- Wir erwarten, dass sich der Wechselkurs EUR/CHF über die nächsten Wochen über 1.17 halten kann – die italienischen Wahlen sind der grosse Risikofaktor

Euro-Stärke trotz Wahlen in Deutschland



— Euro, handelsgewichteter Index (1 Woche gleitender Durchschnitt), 1.1.2017=100

MACROBOND

Für die Devisenmärkte bleibt 2017 das Jahr der Euro-Aufwertung. Das Wahlergebnis in Frankreich, die Wirtschaftserholung der Währungsunion und die Ankündigung des Ausstiegs aus der unkonventionellen Geldpolitik durch die EZB führten zu einer Aufwertung von ungefähr 8% seit Jahresbeginn. Der Euro stieg sogar im November weiter an. Die harten Verhandlungen zur Regierungsbildung in Deutschland hinterliessen keine Spuren in der Kursentwicklung. Gegenüber USD ist der EUR im November von 1.16 auf 1.19 gestiegen. Wir erwarten, dass sich der EUR auf diesem Niveau halten kann. Die Einheitswährung wird gestützt durch das positive Wirtschaftsumfeld und die sequentielle Reduktion des geldpolitischen Stimulus. Es gibt auch Argumente für einen stärkeren USD. So könnte die geldpolitische Normalisierung seitens des Fed unterschätzt werden. Ein Wechselkurs ist auch immer eine relative Betrachtung. Insofern denken wir, dass sich die beiden Seiten gegenseitig neutralisieren, d.h. unserer Meinung nach wird sich der EUR/USD Wechselkurs über die nächsten Wochen seitwärts bewegen. Der EUR konnte auch gegenüber CHF weiter an Boden gewinnen. Im November überschritt der Wechselkurs erstmals seit Abschaffung des Mindestkurses die Schwelle von 1.17. Wir sehen noch weiteres Potenzial nach oben bis zum Jahresende. Der CHF hat sich im November allerdings gegenüber USD aufgewertet. USD/CHF befand sich leicht über Parität zum Monatsbeginn, ein Niveau, das seit Mai nicht mehr erreicht worden ist. Der Wechselkurs bewegte sich dann auf 0.98. Somit wertete der CHF gegenüber dem Greenback auf, so wie andere Währungen auch. Wir erwarten eine leichte Korrektur bis zum Jahresende.

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**