

November 2018

Kernaussagen

- USA: Hohe Benzinpreise belasten verfügbare Einkommen und führen zu schwächerem Konsumwachstum
- Eurozone: Deutlich geringere Industriedynamik
- Schweiz: Sieht man von der Energiepreiskomponente ab, hat der Inflationszyklus seinen Höhepunkt erreicht

Prognosevergleich

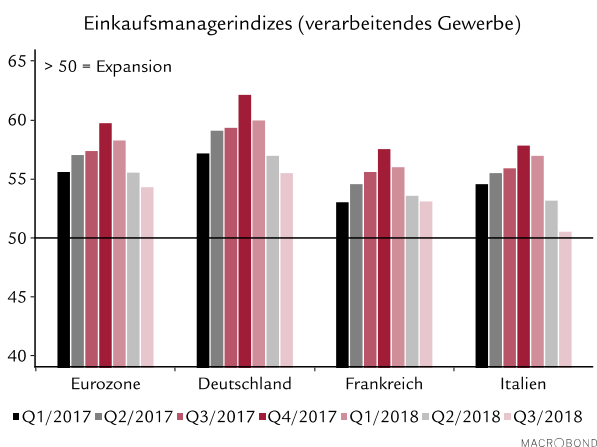
	2018 BIP-Wachstum		2019 BIP-Wachstum		2018 Inflation		2019 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	2.8% ↑	2.9%	2.2%	2.6%	2.5%	2.5%	2.0% ↓	2.3%
Eurozone	2.0%	2.0% ↓	1.3% ↓	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7% ↑
UK	1.4% ↑	1.3%	1.3% ↑	1.5%	2.5% ↓	2.5% ↑	2.3%	2.2% ↑
Schweiz	2.9%	2.9% ↑	1.2%	1.7% ↓	1.0%	1.0%	0.7% ↓	1.0% ↓
Japan	1.1% ↓	1.1%	1.3% ↑	1.2%	0.9%	0.9%	1.0% ↑	1.1%
China	6.6% ↑	6.6%	6.1%	6.3% ↓	2.2% ↑	2.1%	2.5% ↑	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 08.10.2018



Consensus Economics, das weltweit führende Institut für ökonomische Prognose-Umfragen, hat im Juni 2018 die Gewinner der «Forecast Accuracy Awards» für das Jahr 2017 bekanntgegeben. Für die Schweiz geht der Preis an das Economic Research Team von Swiss Life Asset Managers.

Grafik des Monats



Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe ist in den meisten Industriestaaten einer der besten Indikatoren der Wachstumsdynamik. Für die Eurozone ist die Aussage des PMI klar: Der Zyklus hat am Ende des letzten Jahres seinen Höhepunkt erreicht. Die BIP-Wachstumsprognosen wurden kürzlich entsprechend gesenkt: Im April prognostizierte der Konsensus für 2018 ein BIP-Wachstum von 2.4%, während wir ein durchschnittliches Jahreswachstum von 2.1% erwarteten. Derzeit liegt die Konsensusprognose bei 2.1%, wir erwarten nun 2.0%.

USA

Benzinsteuer am Werk

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 2.8 %	2018: 2.9 %
2019: 2.2 %	2019: 2.6 %

Dieser Text wurde vor der Publikation des ausführlicheren BIP-Berichts fertiggestellt. Unsere Wachstumsprognose für das dritte Quartal 2018 war mit 2.8% vergleichsweise vorsichtig: Eine Bloomberg-Umfrage bei 64 Ökonomen führte demgegenüber zu einer Medianprognose von 3.4%. Echtzeit-Indikatoren wie der „GDP-Now“ der Atlanta Fed deuten sogar auf 3.9% hin. Eines hatten unsere Annahmen zur Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr 2018 mit dem allgemeinen Konsensus oder quantitativen Modellen gemeinsam: die Überzeugung, dass die US-Wirtschaft, angetrieben durch Trumps Steuerreform, weiter über ihrem Potenzial wächst. Insbesondere die Anlageinvestitionen der Unternehmen tragen stark zum Binnenwachstum bei. Beim Konsum sind wir uns aber weniger einig: Angesichts der unelastischen kurzfristigen Nachfrage nach Benzin verringert Anstieg der Verbraucherpreise für Benzin seit dem ersten Quartal die verfügbaren Einkommen der Haushalte für andere Güter und Dienstleistungen um rund 0.25% des US-Bruttoinlandsprodukts.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 2.5 %	2018: 2.5 %
2019: 2.0 %	2019: 2.3 %

Im September ging die Inflation im zweiten Monat in Folge überraschend zurück. Früher im 2018 schrieben wir, dass die Gesamtinflation im Juli einen Höhepunkt erreichen dürfte, unabhängig vom Energiepreis. Der Rückgang der Jahresinflation von 2.9% auf 2.3% in nur zwei Monaten kam schneller als erwartet. Ein Grund waren die sinkenden Preise für Gebrauchtwagen. Dies ist eine Entwicklung, die in den kommenden Monaten wieder drehen dürfte. Saisonale Umrechnungsfaktoren in den Benzinpreisen verhüllen den effektiven Preisanstieg im September. Auch dies wird sich diesen Monat ändern. Höhere Benzinpreise wirken sich aber auf die verfügbaren Einkommen der Haushalte aus und schränken die Preissetzungsmacht der Anbieter von anderen Gütern und Dienstleistungen ein.

Eurozone

Und wieder die alten Probleme

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 2.0 %	2018: 2.0 %
2019: 1.3 %	2019: 1.8 %

Wie viel ein Jahr ausmachen kann: Vor einem Jahr schien es, als würde in der Eurozone wieder Optimismus einkehren. Das BIP-Wachstum überstieg das Potenzial der Region und die Arbeitsmärkte verbesserten sich in allen Staaten. Zwölf Monate später treten wieder die alten Probleme auf: Das Wachstum schwächt sich seit Frühling stark ab und die Einkaufsmanagerindizes sind seit Ende 2017 rückläufig. In Italien, wo die populistische Regierung mit ihrem Budget die EU auf die Probe stellt, deutet der Einkaufsmanagerindex auf eine Stagnation hin. Höhere Kreditkosten für den Privatsektor Italiens lassen vermuten, dass das von der Regierung für 2019 prognostizierte BIP-Wachstum von 1.5% ausser Reichweite liegt. Wir bleiben bei unseren vorsichtigen Annahmen. Am 30. Oktober werden die BIP-Zahlen für das dritte Quartal zeigen, wie stark sich das Wachstum im Sommer abgeschwächt hat: Der Konsensus schätzt das Quartalswachstum auf 0.4%, wir erwarten einen Rückgang auf 0.3%, was sich mit dem jährlichen Potenzialwachstum der Region von rund 1.2% decken würde.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 1.8 %	2018: 1.7 %
2019: 1.6 %	2019: 1.7 %

Auf den ersten Blick lässt die Gesamtinflation von 2.1% in der Eurozone vermuten, dass die EZB ihr Ziel von „nahe bei, aber unter 2%“ verfehlen wird. In dieser Logik sollte die EZB ihre Geldpolitik normalisieren, und zwar nicht nur, indem sie ihr Wertpapierkaufprogramm einstellt, sondern auch die Zinsen eher früher als später anhebt. Aber die Anleger sollten keine voreiligen Schlüsse ziehen: Im Januar 2017 erklärte Mario Draghi, welche Bedingungen erfüllt sein müssen, damit die EZB das Inflationsziel „nachhaltig“ erreicht. Solange die Energiepreise fast die Hälfte der Teuerung ausmachen, ist Draghis Kriterium nicht erfüllt. Inzwischen hat unser neuer Indikator zur Messung des hausgemachten Inflationsdrucks aufgrund des zunehmenden Lohnwachstums an Momentum zugelegt.

UK

Beim Brexit nichts Neues

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 1.4 %	2018: 1.3 %
2019: 1.3 %	2019: 1.5 %

Weder die zwei grossen Parteitage noch die Gipfeltreffen mit der EU schufen mehr Klarheit zur Art des Brexit. Unser wahrscheinlichstes Szenario bleibt, dass sich die Verhandlungspartner in sehr wenigen konkreten Punkten, darunter die irische Grenze, finden und sich in allen anderen Fragen auf eine Übergangsperiode einigen werden. Wie schon bei anderen dramatischen Ereignissen in der EU-Geschichte wird die Übereinkunft erst im allerletzten Moment erzielt werden. Wir erwarten deshalb vor Jahresende nicht mehr Klarheit. Somit dürfte es unsere Leser überraschen, dass wir unsere Wachstumsprognose für 2018 anheben. Das äusserst warme Wetter führte bei den Zahlen zum dritten Quartal 2018 zu einer Reihe positiver Überraschungen. Folglich hoben wir die Prognose für die Periode Juli bis September 2018 auf 0.6% Quartalswachstum an. Diese Aussicht deckt sich mit den neuen ONS-Datenreihen (Office for National Statistics), die das BIP monatlich messen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 2.5 %	2018: 2.5 %
2019: 2.3 %	2019: 2.2 %

Wie in den USA, Kanada oder der Schweiz auch überraschte die Inflation im September in Grossbritannien nach unten. Der Trend war breit abgestützt und glich den Anstieg im August in einigen der volatileren Komponenten mehr als aus. Die Gesamtinflation fiel von 2.7% auf 2.4%, die Kerninflation sank auf 1.8%, den tiefsten Stand seit März 2017. Die Energiepreise lassen diesen Monat die Gesamtinflation erneut auf 2.7% ansteigen. Wir gehen davon aus, dass sie sich bis zum zweiten Quartal 2019 bei 2.6% einpendeln und bis Ende 2019 auf 2% zurückgehen wird. Die jüngste Pfund-Aufwertung gegenüber den meisten anderen Währungen ist in unserer Prognose ein Abwärtsrisiko, weil die importierte Inflation tiefer ausfallen könnte als erwartet. Ein „No Deal“-Brexit mit einer scharfen Pfund-Abwertung hingegen würde zu einer höheren Inflation für einen Grossteil von 2019 führen.

Schweiz

Der Rhein und der Ölpreis

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 2.9 %	2018: 2.6 %
2019: 1.2 %	2019: 1.7 %

Extrem starkes Wirtschaftswachstum wie 2017 und im ersten Halbjahr 2018 ist Schnee von gestern. Eine Reihe von Wachstumstreibern verlieren fast gleichzeitig ihren Zauber: Der synchrone globale Aufschwung schaltet einen Gang herunter, wie die Einkaufsmanagerindizes in den Nachbarländern zeigen. Letzten Monat fiel der Schweizer Einkaufsmanagerindex deutlich von 64.8 Punkten auf 59.7 Punkte. Dies bestätigt die früheren Angaben der Konjunkturforschungsstelle der ETH in Zürich: Laut deren Daten nimmt die Anzahl Firmen, die für die nächsten drei Monate ein höheres Auftragsvolumen erwarten, seit Januar laufend ab. Zusätzlich schwächt sich die Nettozuwanderung weiter ab, was vergleichsweise weniger zusätzliche Impulse für die Binnenkonjunktur in Form von Konsum oder Bauinvestitionen bedeutet. Verglichen mit dem Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2015 werden dieses Jahr netto rund 33 000 Menschen (etwa die Anzahl Einwohner Neuenburgs) weniger in die Schweiz einwandern.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2018: 1.0 %	2018: 1.0 %
2019: 0.7 %	2019: 1.0 %

Die Inflationsrate für September blieb hinter unseren Erwartungen, da der stärkere Franken die Importpreise dämpfte. Trotz dieser Überraschung senken wir unsere Prognose für das Gesamtjahr 2018 aufgrund der steigenden Energiepreise bis Mitte Oktober vorerst nicht: Die Energiepreise gingen überall nach oben, aber in der Schweiz unverhältnismässig stark. Wegen des extrem tiefen Wasserpegels des Rheins sind die Frachtkosten zurzeit sehr hoch. Dadurch stieg der Verbraucherpreis für Heizöl im Oktober um 10% gegenüber dem Vormonat. Dieser Effekt ist befristet und je schneller sich der Wasserstand auf dem Rhein normalisiert oder die zugrunde liegenden Energiepreise zurückgehen, desto schneller sinkt die Gesamtinflation. Mittelfristig sehen wir darum über die volatilen Energiepreise hinweg und senken unsere Prognose für 2019 aufgrund der leicht rückläufigen Wohnungsmieten.

Japan

Zeit für Abes dritten Pfeil

Im Sommer sicherte sich Shinzo Abe eine dritte Amtszeit an der Spitze der LDP. Nach lange Zeit enttäuschenden Umfragewerte für seine Regierung gewann Abe genügend Spielraum zurück, um seine politischen und wirtschaftlichen Ziele weiterzuverfolgen. Neben den stark umstrittenen Verfassungsreformen dürfte Abe den Einsatz des „dritten Pfeils“, der fehlenden Elemente der „Abenomics“, seiner finanz- und geldpolitischen sowie Reformmassnahmen, vorantreiben und die demografischen Herausforderungen Japans angehen. Es ist weiter höchstwahrscheinlich, dass bis Oktober 2019 die Konsumsteuer von 8% auf 10% erneut angehoben wird. Dadurch dürften die Verbraucher im zweiten Quartal und zu Beginn des dritten Quartals wichtige Gebrauchsgüter im Voraus kaufen. Wir haben unsere Prognosen entsprechend angepasst. Die Inflation wird vorübergehend ansteigen und von November 2019 bis März 2020 bei über 2% liegen. Unsere Annahme beruht auf Beobachtungen aus 2014, als die Konsumsteuer von 5% auf 8% angehoben wurde.

China

Geldpolitik lockert sich

Seit dem 24. September ist die Hälfte der Güterexporte Chinas in die USA mit Strafzöllen belegt. Da China gegenüber den USA einen Handelsüberschuss aufweist, hat die Regierung nur wenig Spielraum für Vergeltungen in Form von höheren Zöllen auf US-Gütern. Die BIP-Daten zum dritten Quartal zeigten, dass sich das BIP-Wachstum gegenüber dem Vorjahr auf 6.5% abgeschwächt hat – das geringste Wachstum seit dem ersten Quartal 2009, als die Finanzkrise die Weltwirtschaft in die Rezession stürzte. Das Wachstum lag leicht über unserer Prognose von 6.4%, blieb aber hinter der Konsensus-Erwartung von 6.6% zurück. Chinas Regierung versucht weiterhin, die Wachstumsflaute mit konventionellen finanz- und geldpolitischen Massnahmen zu kompensieren: Letzten Monat senkte Chinas Zentralbank den Mindestreservesatz für grössere chinesische Banken um 100 BP auf 14.5%, damit liegt er so tief wie seit Januar 2008 nicht mehr. Steuer-senkungen für Unternehmen und Subventionen für Exportfirmen sind weitere Massnahmen.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
@f_boucard

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.

November 2018

Zinsen & Obligationen

Die Politik weist die Richtung

USA

- Starke Konjunkturdaten und Signale der Notenbank in Richtung rascherer Straffung der Geldpolitik liessen Rendite auf Staatsanleihen mit Laufzeit von zehn Jahren erstmals seit 2011 über 3.2% steigen
- Zwischenwahlen sorgen für erhöhte Volatilität
- Wir erwarten nach wie vor eine weitere Erhöhung der Leitzinsen vor Ende 2018

Eurozone

- Brexit und Italiens Budget spielen die Hauptrolle am Markt und begrenzen das Potenzial für einen Anstieg der Renditen auf deutschen Bundesanleihen
- Das Ende der EZB Anleihekäufe naht und sollte besonders die Zinsen der peripheren Schuldnerstaaten weiter steigen lassen
- Eine Zinserhöhung durch die EZB steht nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2019 zur Debatte

Japan

- Die Zinsstrukturkurve wurde jüngst steiler weil die Bank of Japan vorab in kurze Laufzeiten investierte
- Entgegen gewisser Marktgerüchte erwarten wir keine spektakuläre Änderung in der Geldpolitik; auch eine sanfte Reduktion der Anleihekäufe könnte aber die Renditen moderat steigen lassen

UK

- Nach wie vor ist keine Lösung zum Brexit in Sicht, dies erhöht das Risiko eines „No Deal“ Brexit
- Diese Gefahr veranlasst eine steigende Zahl von Investoren dazu, bis Mitte 2019 keine Zinserhöhung mehr durch die Bank of England zu erwarten

Schweiz

- Eingehende Konjunkturdaten bestätigen erwartete Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik
- Allfälliger Zinsanstieg im Gleichschritt mit Anleihen Deutschlands: Per Ende 2018 erwarten wir die Rendite auf Obligationen der Eidgenossenschaft mit zehn Jahren Laufzeit bei 0.1%

Risikoaufschlag für Italien zu Anleihen Deutschlands



Die politischen Entwicklungen in Europa halten die Investoren in ihrem Bann: Das jüngste Beispiel ist Italien. Die dortige Koalitionsregierung geht mit ihren Haushaltsplänen auf Konfrontationskurs mit der EU, um gegenüber ihrer Wählerschaft wirtschaftspolitische Glaubwürdigkeit unter Beweis zu stellen. Im Lichte der hohen Staatsverschuldung Italiens und dem Ende der Anleihekäufe durch die EZB wenden sich Anleger von Italien ab, was zu einem deutlichen Anstieg des Risikoaufschlags für italienische Staatsanleihen gegenüber jenen Deutschlands gesorgt hat. Die Zinsspanne zwischen Staatsanleihen beider Länder mit zehn Jahren Laufzeit kletterte zuletzt über 300 Basispunkte. Die Ratingagenturen reagierten prompt und nahmen Korrekturen bei der Einschätzung zum Kreditrisiko Italiens vor. Wir erwarten zwar keine Verschlechterung von Italiens Fundamentaldaten in der nahen Zukunft, gehen aber doch davon aus, dass die Volatilität für Anleihen aus Europas Peripherie erhöht bleiben wird. Ein „No-Deal“ Szenario für den Brexit und eine erneute Verschärfung des Handelsstreits zwischen den USA und China zählt ebenfalls zu den Argumenten, weshalb wir derzeit davon absehen, zusätzliche Kreditrisiken einzugehen. Bei Staatsanleihen von Schuldner mit hoher Kreditqualität erwarten wir bis Ende Jahr nur einen moderaten Renditeanstieg.

Aktien

Die Volatilität bleibt hoch

USA

- Die US Wirtschaft wuchs auch im dritten Quartal über ihrem Potenzial, was weitere Leitzinserhöhungen erwarten lässt
- Die gestiegene Verunsicherung hinsichtlich Tempo und Umfang der geldpolitischen Normalisierung durch das Fed macht die Investoren am Aktienmarkt zunehmend nervös

Eurozone

- Die Abwärtsbewegung am US Aktienmarkt belastet Europas Börsen zusätzlich
- Getrübte Anlegerstimmung und zunehmend schwächere Daten zur Realwirtschaft begrenzen das Kurspotenzial im Zuge einer Markterholung
- Italiens Haushaltspläne und der Brexit sorgen als politische Risikofaktoren für erhöhte Volatilität auf Europas Finanzmärkten

Japan

- Noch immer bewegen Gerüchte um eine Änderung der Geldpolitik durch die Bank of Japan den dortigen Aktienmarkt
- Vor dem jüngsten Kurseinbruch kletterte der Nikkei 225 Index auf den höchsten Stand seit 1991
- Reformpläne und mögliche vorteilhafte Effekte des Handelsstreits für Japans Exporteure lassen seinen Aktienmarkt vergleichsweise attraktiv erscheinen

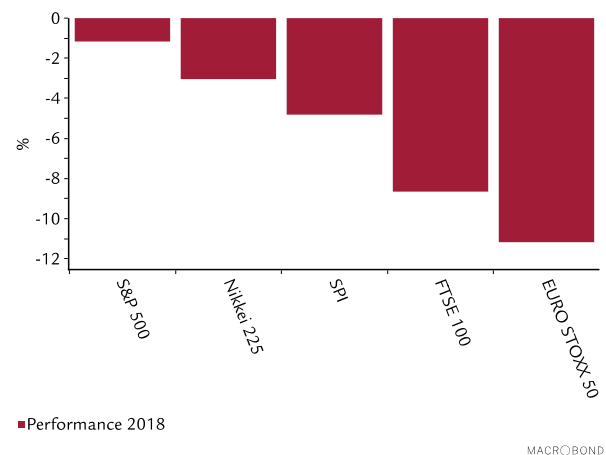
UK

- Der FTSE 100 hinkt dem S&P 500 Index in 2018 deutlich hinterher
- Die grosskapitalisierten Firmen leiden bisher kaum unter der gestiegenen Brexit Unsicherheit. Offensichtlich setzen die Anleger auf deren erhöhte Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der schwachen Währung
- Kleine und mittelgrosse Unternehmen profitieren vergleichsweise weniger von dieser Einschätzung

Schweiz

- Als offene Volkswirtschaft bleibt die Schweiz vom Risiko einer Verschärfung des Handelsstreits besonders betroffen
- Nachlassende Impulse vom sich nun abschwächenden Aufschwung der Weltwirtschaft für die Schweizer Industriefirmen

Aktienmarktentwicklung 2018



Auch wenn nun selbst die führenden amerikanischen Börsenindizes für 2018 eine negative Performance ausweisen, lassen sie die übrigen regionalen Börsenplätze deutlich hinter sich. Seit Anfang Jahr gab der S&P 500 Index 1% ab, gegenüber Verlusten von etwas über 3% im Nikkei 225. Unter Europas Aktienmärkten hielt der Swiss Performance Index die Verluste noch am ehesten in Grenzen. Am Ende der Liste der entwickelten Volkswirtschaften findet sich der EURO STOXX 50 mit Verlusten im zweistelligen Prozentbereich. Der globale Referenzindex für die Schwellenländer von MSCI weist für diese Märkte sogar einen Rückgang um 18% seit Jahresbeginn aus. Konfliktlinien wie der andauernde Handelsstreit, Italiens Budgetstreit mit der EU und der Brexit bestehen fort und werden die Märkte in Europa weiter belasten. Demgegenüber profitieren US Firmen weiter von der Trumpschen Steuerpolitik. Auch die robusten Quartalsabschlüsse dürften den amerikanischen Markt stützen, auch wenn sich das Gewinnwachstum nun abschwächt. Die Sorgen um die US Handels- und Geldpolitik belasten die Aktienmärkte der Schwellenländer nach wie vor, besonders gilt dies für China. Eine noch aggressivere Handelspolitik der USA würde auch Europa und Japans treffen. Die markante Kurskorrektur der vergangenen Wochen sorgte für eine Entspannung bei der Bewertung der Aktienmärkte: Die Investoren passen inzwischen die verlangten Risikoprämien den sich ändernden geldpolitischen Rahmenbedingungen an. Auch die genannten politischen Unwägbarkeiten, insbesondere jene in Europa, werden in den kommenden Wochen für eine erhöhte Volatilität sorgen.

Währungen

Anhaltende Dollarstärke

USA

- Am Markt wird nun mit rascheren Zinsschritten des Fed gerechnet, was den Dollar wie erwartet stützt
- Trotz strafferer finanzieller Rahmenbedingungen in Form einer stärkeren Währung und gefallener Aktienkurse, rechnen wir weiter mit einer Zinserhöhung des Fed im Dezember
- Risiken zur Erwartung eines stärkeren Dollars wären eine rasche Stimmungsumkehr in den Schwellenländern oder ein Inflationsschub in der Eurozone

Eurozone

- Eskalation des Budgetstreits Italiens mit der EU schwächt den Euro gegenüber dem USD
- Auch nach Ende der EZB-Anleihekäufe werden die Leitzinsen auf absehbare Zeit nicht angehoben
- Verschärfung der Krisentendenz in den Schwellenländern würde den Euro zum Dollar weiter belasten

Japan

- Trotz anderweitiger Marktgerüchte meinen wir, dass Premierminister Abes erneuertes Mandat die ultralockere Geldpolitik der Notenbank zementiert
- Die allgemein gestiegene Risikoaversion an den globalen Finanzmärkten liess Yen gegen die europäischen Leitwährungen erstarcken

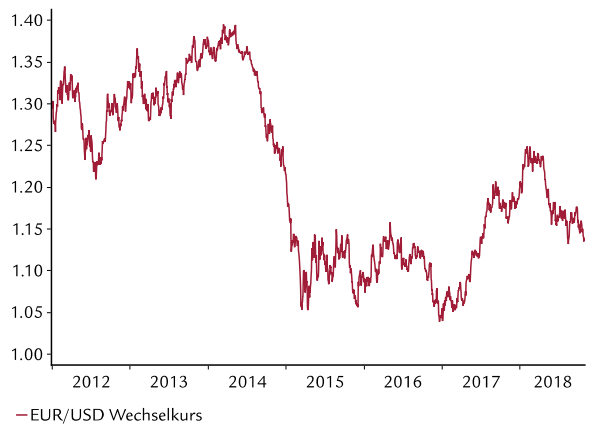
UK

- Wahrscheinlichkeit eines „No Deal Brexit“ nahm auch im Oktober nochmals zu
- Das Pfund wertete zum US Dollar ab, nachdem mehrere Treffen mit den EU Partnern keinen Durchbruch erbrachten
- Risiko einer nochmaligen Abwertung des Pfunds bleibt bis in das erste Quartal 2019 erheblich

Schweiz

- Wir erwarten EUR/CHF auf Ende 2018 weiterhin bei 1.14
- Bedingte Prognose der Schweizerischen Nationalbank sieht selbst bei unveränderter Geldpolitik kein Überschreiten der Inflation bis 2020
- Erwartungen an eine baldige Zinserhöhungen erscheinen daher wenig plausibel

Wird die US Geldpolitik rascher gestrafft als bisher gedacht?



MACROBOND

Wir halten an unserer Einschätzung einer fortdauernden Dollarstärke fest. Dieselben Themen, welche die Märkte in den letzten Wochen beherrschten, bleiben bis Ende Jahr entscheidend: Von der US Notenbank gehen Signale aus, dass die Geldpolitik rascher als bisher von den Märkten erwartet gestrafft werden könnte. Die Zinsdifferenz dürfte vorderhand daher im Vergleich zu Europa noch stärker für den Dollar sprechen als bisher. Auch die relative Stärke der US Wirtschaft stützt den Dollar. Derweil nahmen die politischen Risiken in Europa weiter zu. Die Investoren verlangen daher vermehrt eine Risikoprämie auf ihre Engagements in Europa. Weder Italiens Budgetstreit mit der EU, noch der Brexit werden in unseren Augen vor Ende des Jahres endgültig gelöst sein. Vor diesem Hintergrund erhöht sich auch das Risiko, dass die Europäische Zentralbank eine erste Erhöhung ihrer Leitzinsen noch weiter in die Zukunft hinauszögert als bisher angenommen. In diesem Zusammenhang bleibt die Lage für den Schweizer Franken angespannt. Dessen erneute Aufwertung zum Euro und dem britischen Pfund muss erwogen werden. Was den Brexit angeht, rechnen wir nach wie vor mit einer vagen Verhandlungslösung und einer Ausdehnung der Übergangsfristen. Wir nennen dieses Szenario einen „blinden Brexit“. Auch in diesem Fall halten die Ungewissheiten zur finalen Gestalt des Brexit an. Andernorts führt der japanische Yen ein Eigenleben: Die ihn unter anderem stützenden Markterwartungen an eine markant geänderte Geldpolitik teilen wir allerdings nicht.

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.

November 2018

Asset Allocation

Zunehmend vorsichtige Positionierung

Hintergrund

- In den vergangenen Wochen schnellte die Volatilität an den Aktienmärkten erneut in die Höhe
- Wir sehen darin noch nicht den Beginn einer längeren Korrekturphase; die Konjunkturdaten bleiben unterstützend
- In Erwartung einer weniger üppigen Versorgung mit Liquidität durch die Zentralbanken nehmen die Marktteilnehmer eine Neubeurteilung der Risikoprämien vor

Zinsen & Obligationen

- Staatsanleihen wirkten zuletzt als Risikopuffer obschon wir mittelfristig höhere Zinsen erwarten und deshalb die Sensitivität zum Zinsänderungsrisiko gering halten
- Bewertung von Unternehmensanleihen ist nach jüngster Korrekturen wieder attraktiver; Liquiditätsrisiken bleiben im Auge zu behalten

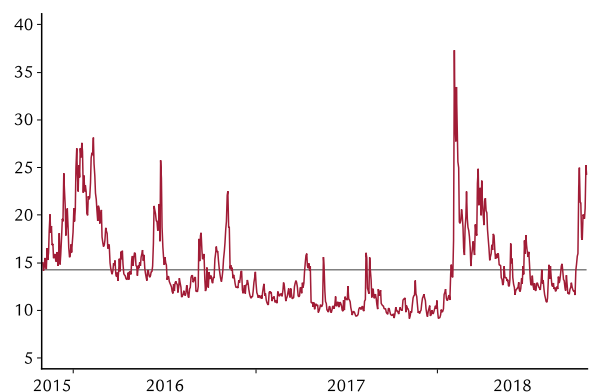
Aktien

- Nach der jüngsten Abwärtsbewegung erwarten wir in der kurzen Frist eine Erholungstendenz, gestützt von guten Unternehmensabschlüssen und Aktienrückkaufprogrammen
- Politische Entwicklungen tragen aber ein erhebliches Potenzial für erneute Marktrückschläge in sich
- Dem US Markt ist weiterhin eine Outperformance zuzutrauen, da die politischen Risikofaktoren Europas Aktienkurse stärker belasten würden

Umsetzung in den Portfolios

- Wir bleiben risikobehafteten Anlagen gegenüber konstruktiv. In der Umsetzung bevorzugen wir risikomindernde Strategien wie „Minimum Volatility“ oder optionsgeschützte Aktienanlagen
- Zudem setzen wir auf eine breite Diversifikation innerhalb und unter den verschiedenen Anlageklassen

Volatilität: Deutlich über Durchschnitt der letzten drei Jahre



— SPX Volatilitäts Index (VIX) — Durchschnitt über die vergangenen drei Jahre
MACROBOND

MARKTSTIMMUNG

- Gestiegene Nachfrage nach Absicherung
- Erhöhte Volatilität
- Keine Anzeichen von Panik. Systematische Strategien vermindern die Risiken, fundamental basierte Anleger kaufen zu



TREND

- Markante Trendwende an den Aktienmärkten nach Allzeitzeithöchst in USA



BEWERTUNGEN

- Deutliche Korrektur
- Risikoprämien werden an weniger üppige Geldpolitik angepasst
- Willkommene Normalisierung oder Warnzeichen?



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.