

Februar 2019

Zinsen & Obligationen

Rezession vermieden oder letztes Aufbäumen?

USA

- Seitdem das Fed eine weniger aggressive Geldpolitik in Aussicht stellte und eine Lösung im Handelsstreit möglich scheint, nimmt der Risikoappetit an den Märkten wieder zu
- Risikoaufschlag auf Unternehmensanleihen verringerte sich seit Jahresanfang merklich
- Am Markt wird nun keine weitere Zinserhöhung durch das Fed in 2019 erwartet; wir halten dagegen und rechnen mit zwei Zinsschritten

Eurozone

- Konjunkturdaten aus der Eurozone enttäuschen die Markterwartungen und wecken Rezessionsängste
- Die politische Unsicherheit bleibt hoch und damit auch die verlangten Risikoprämien
- Wir folgen den Hinweisen der EZB und erwarten nur bei günstigem Verlauf der Konjunktur eine Erhöhung des Einlagesatzes gegen Ende des Jahres

Japan

- Die Bank of Japan hält an ihrer Geldpolitik fest, insbesondere auch an der Kontrolle der Zinskurve
- Gleichzeitig hat sie ihre Inflationsprognose gesenkt, woraus wir ableiten, dass die Geldpolitik noch längere Zeit unverändert bleiben wird

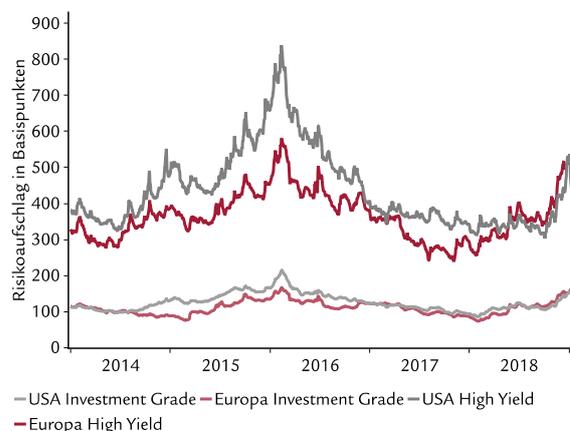
UK

- Das Drama um den Brexit zieht weitere Kreise und viele Szenarien bleiben weiter denkbar
- Bis Klarheit über den Scheidungsvertrag mit der EU herrscht, erwarten wir keine Änderung in der Geldpolitik und halten Anleihen in Pfund für wenig attraktiv

Schweiz

- Die Konjunkturdaten blieben zuletzt deutlich hinter der Markterwartung und auch die Inflation fiel merklich
- Vorderhand sehen wir wenig Spielraum für einen deutlichen Anstieg der Zinsen auf Obligationen mit längeren Laufzeiten

Verengung der Kreditspannen seit Jahresanfang



MACROBOND

Auch wenn die Finanzmärkte gut in das neue Jahr gestartet sind, bleiben wir der ungelösten politischen Risiken gewahr. Besonders der Brexit hält die Anleger in seinem Würgegriff. Eine Kompromisslösung mit Übergangsfristen für weitere Verhandlungen bleibt das wahrscheinlichste Szenario bis März. Die Extremereignisse „No Deal“ Brexit oder ein zweites Referendum sind aber nicht vom Tisch. Trotz Fortschritten bei den sino-amerikanischen Handelsgesprächen sind auch hier Unfälle weiterhin möglich. Der Shutdown der US Verwaltung stellt ein zusätzliches Risiko für das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in den USA dar. Gleichwohl sind positive Zeichen erkennbar: Die Abschlüsse erweisen sich als robust, trotz Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Konjunktur. In der Mehrheit übertreffen die Gewinnausweise der US Unternehmen bisher die Erwartungen der Analysten. Zudem zeigt sich die US Notenbank bereit, ihre Geldpolitik fortan in gebremstem Tempo zu normalisieren. In Japan, der Eurozone und dem Vereinigten Königreich werden die Notenbanken an der bisherigen Geldpolitik festhalten. China begegnet der schwachen Konjunktur mit fiskal- und geldpolitischen Massnahmen. Trotz derzeit freundlicher Rahmenbedingungen halten wir an einer defensiven Positionierung gegenüber Unternehmensanleihen fest und bleiben mit der Duration leicht unterhalb jener in den Benchmarks.

Aktien

Erholung nach Panikattacke

USA

- Die Märkte sind vom längstem Stillstand der US Verwaltung vorerst unbeeindruckt
- Von der nächsten Runde in den sino-amerikanischen Handelsgesprächen werden Vorschläge Chinas zur Begegnung der Ungleichgewichte erwartet. Eine konstruktive Haltung würde dem Aktienmarkt in den USA weitere Impulse verleihen
- Das Fed deutet an, das Tempo der Zinserhöhungen zu drosseln. Davon erfahren die Aktienmärkte eine Stütze trotz weiterhin hoher Gewinnerwartungen

Eurozone

- Weiterhin belastet der Brexit die Kursentwicklung in ganz Europa
- EZB kommt unter Druck, eine Neuauflage des TLTRO Programms bereitzustellen,
- Bleibt dies aus, strafft die EZB die finanziellen Rahmenbedingungen via höhere Kreditkosten für den Privatsektor insbesondere in Europas Peripherie

Japan

- Aufgrund des erstarkten Yen hinkt Japans Aktienmarkt bisher in 2019 jenen der übrigen entwickelten Regionen hinterher

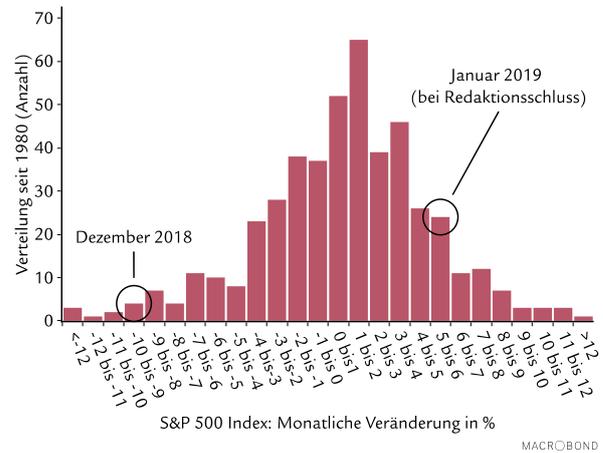
UK

- Das Parlament in Westminster erteilt dem Brexit Vertrag eine Abfuhr, die anhaltende Ungewissheit lastet auf dem britischen Aktienmarkt
- Das Segment der Smallcaps ist von den Unwägbarkeiten besonders betroffen. Gleichwohl legten die Kurse dieser Titel aufgrund der globalen Markttenenz im Januar besonders stark zu

Schweiz

- Wir erwarten für 2019 dass die Smallcaps in der Schweiz sich von der ausgeprägten Schwäche im Vorjahr erholen werden und relativ zu den grosskapitalisierten Titeln besser abschneiden sollten

Dezember 2018 & Januar 2019: Aussergewöhnlich



Die Rückkehr der Volatilität zeigt dass die Spielregeln am Aktienmarkt nach einem mehrjährigen Aufwärtstrend neu definiert werden. Angesichts schwächerer Konjunkturdaten wird ein neues Gleichgewicht gesucht. Ohne Erfahrungen aus der Vergangenheit darüber, wie die Reduktion der Bilanz der US Notenbank die Finanzmärkte beeinflussen, variieren die Meinungen darüber stark. Diese Unsicherheit erklärt wenigstens zum Teil die Marktschwankungen der letzten Monate. Nach einem enttäuschenden Dezember machte der Januar bisher einiges an verlorener Performance wieder gut. Bis zum 24. Januar sticht der Schweizer Aktienmarkt mit einem besonders starken Jahresauftakt hervor: Der Swiss Market Index legte bis dahin um 6.0% zu, und übertraf damit den S&P 500 Index (+5.4%), den Euro Stoxx 50 (+4.2%), den Nikkei 225 (+2.8%) oder den vom Brexit geplagten FTSE 100 (+1.4%). Bemerkenswert ist auch die Erholung der Indizes der meisten Schwellenländer; jener Regionen also, die 2018 besonders hohe Kursverluste erfuhren. Wir halten die Kursbewegungen der letzten zwei Monate jeweils für übertrieben: Die Panikbewegung im Dezember war ebenso wenig fundamental zu begründen, wie die derzeit wieder aufkeimende Euphorie. Wir nehmen aus der Erfahrung der jüngsten Zeit mit, dass die Volatilität wohl gekommen ist um zu bleiben.

Währungen

Der Euro bleibt unter Druck

USA

- Trotz wiedererwachtem Risikoappetit der Anleger gibt der US Dollar zum Euro vorerst nicht nach
- Obwohl die finanziellen Rahmenbedingungen für die Gesamtwirtschaft sich wieder verbessert haben, rechnet der Markt für 2019 nicht mit Zinserhöhungen durch das Fed
- Wir rechnen mit zwei Zinserhöhungen und gehen davon aus, dass eine entsprechende Anpassung der Markterwartungen den Dollar weiter stützen wird

Eurozone

- Die Risiken um Italien rücken wohl nur zwischenzeitlich in den Hintergrund
- Die EZB bestätigt ihre sehr zögerliche Haltung gegenüber der Normalisierung ihrer Geldpolitik und weist auf zunehmende Konjunkturrisiken hin
- Eine Risikoprämie zum Euro rechtfertigt sich weiter in Anbetracht der verlangsamten Konjunktur, hoher politischer Risiken und der Unterschiede in der Geldpolitik gegenüber den USA

Japan

- Im Einklang mit unserer Einschätzung bewegt sich der Yen bisher zum US Dollar seitwärts
- Zinsdifferenz spricht kurzfristig für den US Dollar
- Erneute Kapitalflüsse in sichere Häfen und eine allfällige Änderung der Geldpolitik in Japan würden eine Aufwertung des Yen nach sich ziehen

UK

- Der Devisenmarkt interpretiert die Brexit Debatte im Parlament so, dass das „No Deal“ Szenario weniger wahrscheinlich geworden ist
- Eine Kompromisslösung mit langen Übergangsfristen bleibt unser Basisszenario. Bis dahin bleibt der politische Weg steinig und die Marktreaktion auf die zu erwartenden Kehrtwendungen heftig

Schweiz

- Zum Euro bewegt sich der Franken seit Jahresanfang seitwärts, gegenüber dem USD schwächte er sich ab
- Die Konjunktur kühlt sich markant ab. Es ist nicht davon auszugehen, dass die SNB sich in der Zinspolitik vor der EZB bewegt
- Die Märkte sind auf schlechte Nachrichten aus Europa vorbereitet, daher erwarten wir kurzfristig einen stabilen Wechselkurs zum Euro

Das Pfund erobert verlorenes Terrain zurück



— GBP/USD Wechselkurs

MACROBOND

Die seit Jahresanfang gestiegene Risikofreude an den Kapitalmärkten fand kaum Resonanz am Devisenmarkt. Die Ausnahme sind die erstarkten Währungen einzelner zuvor gebeutelter Schwellenländer. Traditionell sichere Häfen, wie Japans Yen und der Schweizer Franken erfuhren dagegen bisher keine Abwertung gegenüber US Dollar oder Euro. Wir gehen insbesondere davon aus, dass der Euro unter Druck bleiben dürfte. Einerseits zeigen Konjunkturindikatoren, dass sich das Wachstum dort weiter verlangsamt, wogegen die Dynamik in den USA ungebrochen scheint. Zweitens bleiben die Unterschiede in der Geldpolitik des Fed und der EZB erhalten: Wir rechnen über die kommenden neun Monate nur in den USA mit höheren Leitzinsen. Diese Annahme ist in den Marktkursen noch nicht abgebildet. Zuletzt bleiben die politischen Risiken um Italien, den Brexit und eine allfällige Ausweitung des Handelsstreits auf Europas Automobilhersteller erheblich. Unterdessen durchlebt das britische Pfund eine erstaunliche Erholung, dies trotz der Unsicherheit um den Brexit. Der Devisenmarkt reagiert auf zwei Entwicklungen: Zum einen lässt die Ablehnung des Scheidungsvertrags mit der EU durch das Parlament in London die Möglichkeit eines Verbleibs in der EU kurzfristig wieder wahrscheinlicher aussehen. Andererseits mehren sich die Anzeichen, dass das Parlament das andere Extremszenario, den „No Deal“ Brexit, um jeden Preis verhindern möchte. Am wahrscheinlichsten bleibt für uns weiterhin eine „blinder“ Brexit mit langen Übergangsfristen, und damit auf die lange Bank geschobenen Entscheidungen. In diesem Lichte halten wir eine negative Einschätzung zum Potenzial für das Pfund weiter für angezeigt.

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.