

März 2019

## Zinsen & Obligationen

Vorsichtige Einschätzung zu Unternehmensanleihen

### USA

- Die US-Industriekonjunktur hat sich abgeschwächt, aber die Binnenkonjunktur und insbesondere der Arbeitsmarkt sind in robuster Verfassung
- Unternehmensanleihen haben seit Jahresbeginn eine gute Performance gezeigt; der Risikoaufschlag hat sich weiter verringert. Renditen auf Staatsanleihen haben sich in einer engen Spanne bewegt
- Am Markt wird weiterhin keine Zinserhöhung durch das Fed 2019 erwartet; wir halten dagegen und rechnen mit zwei Zinsschritten

### Eurozone

- Die höhere Risikofreude der Anleger steht im Kontrast zu einer weiteren Verschlechterung der Wirtschaftsdaten in der Eurozone
- Renditen auf deutsche Staatsanleihen notieren weiterhin im Bereich 0.1-0.2%, trotz geringerer Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen
- Wir erwarten keinen Zinsschritt der EZB 2019, sondern vielmehr eine geldpolitische Lockerung in der Form einer neuen Banken-Refinanzierung (TLTRO)

### UK

- Die Unsicherheit bezüglich Brexit ist hoch, aber wir halten ein „no-deal“ Szenario für unwahrscheinlich
- Wir erwarten keine Änderung der Geldpolitik, solange die Unklarheit bezüglich Brexit anhält

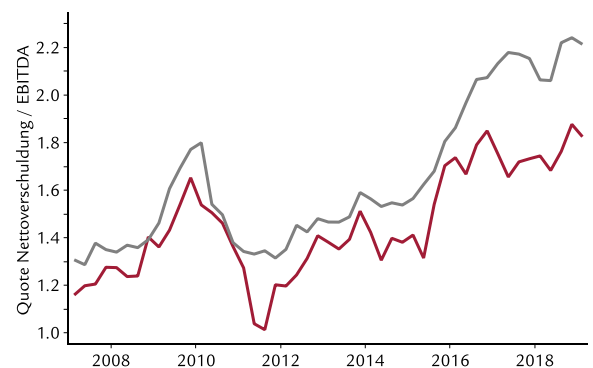
### Schweiz

- Vorlaufindikatoren haben sich weiter verschlechtert, und die Inflation hat sich abgeschwächt
- Trotzdem halten wir die aktuellen Renditen auf Schweizer Staatsanleihen für zu tief und erwarten eine leichte Erholung im Gleichschritt mit den Zinsen in der Eurozone

### Japan

- Die schwache Aussennachfrage lastet auf Japans Wirtschaft, wird aber teilweise durch die solide Binnenkonjunktur ausgeglichen

*Hobe Verschuldungsquote, aber zuletzt leichte Verbesserung*



— USD Unternehmensanleihen: Verschuldungsquote der Firmen  
— EUR Unternehmensanleihen: Verschuldungsquote der Firmen

MACROBOND

Das laufende Jahr ist fulminant gestartet. USD- und EUR-Unternehmensanleihen legten eine Performance von 2.9% respektive 1.9% hin. Damit haben sie die Verluste aus dem Dezember beinahe ausgeglichen. Die verbesserte Risikofreude der Anleger hat sich allerdings nicht in höheren Renditen für Staatsanleihen niedergeschlagen, weil die Notenbanken weiterhin expansive Töne vermeldeten. In den USA unterstützten solide Unternehmensergebnisse die Märkte, während Europa diesbezüglich nachhinkt. Selbst die Unternehmensverschuldung verbesserte sich jüngst, wenn auch von historisch sehr hohen Niveaus ausgehend. Der Kapitalumschlag („asset turnover“) ist aber zuletzt weiter gesunken. Wir behalten deshalb eine vorsichtige Einschätzung zu Unternehmensanleihen bei.

Bei den Staatsanleihen haben wir derzeit eine weniger klare Einschätzung. Einerseits sprechen politische Risiken und die schwächere Weltwirtschaft gegen höhere Renditen auf Staatsanleihen. Andererseits halten wir das aktuelle Zinsniveau für zu tief. Insbesondere in den USA sehen wir Raum für einen Anstieg der Renditen, sobald die US-Notenbank wieder eine straffere Geldpolitik in Aussicht stellt. Die EZB hat diesbezüglich weniger Spielraum, da Wachstum und Inflation in der Eurozone schwächeln. Insgesamt präferieren wir eine neutrale bis leicht kurze Duration bei Staatsanleihen.

# Aktien

Eindrückliche Kurserholung

## USA

- Jüngste Entwicklungen im sino-amerikanischen Handelsstreit wurden am Aktienmarkt begrüsst
- Die Berichtssaison lieferte überraschend robuste Gewinnabschlüsse der US Unternehmen
- Andererseits gilt es die Konjunkturdaten sehr genau im Auge zu behalten, da diese zuletzt auch in den USA eher enttäuschten

## Eurozone

- Die Einkaufsmanagerindizes für Deutschland und die Eurozone als Ganzes deuten eine abnehmende Dynamik in der Industrie an
- Dennoch bleiben die Unternehmensabschlüsse in breiten Teilen der Wirtschaft in der Eurozone solide, was eine neutrale regionale Gewichtung rechtfertigt

## UK

- Wir halten ein leichtes Übergewicht an britischen Aktien. Das zyklische Momentum gab hier zuletzt weniger nach als auf dem Kontinent
- Der Brexit lastet allerdings weiterhin auf dem Marktgeschehen. Das gestiegene Risiko einer Herausforderung einer Vertragslösung bedeutet anhaltend hohe Unsicherheit

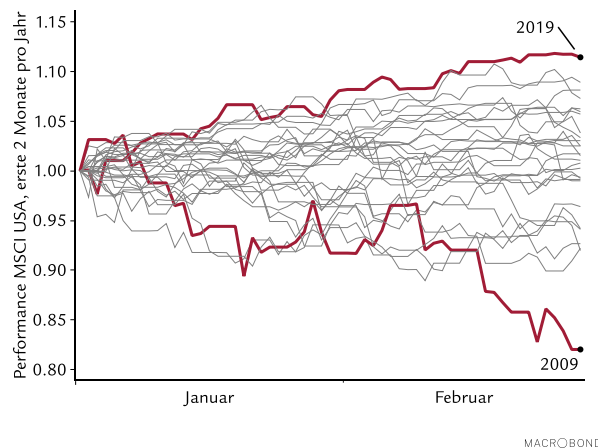
## Schweiz

- Wir rechnen mit einer vergleichbaren Entwicklung der Kurse wie in den anderen entwickelten Regionen, da die Börsen durch dieselben handels- und geldpolitischen Themen beherrscht werden

## Japan

- Japans Aktienmarkt sollte eigentlich von einer Entspannung im Handelsstreit profitieren. Bisher fiel die Marktreaktion jedoch vergleichsweise verhalten aus
- Wir führen dies auf die fehlende interne wirtschaftliche Dynamik zurück und erwarten vorderhand keine entscheidende Verbesserung an dieser Front

## Stärkster Start ins US-Aktienjahr seit 28 Jahren



Die aussergewöhnlich starke Kursentwicklung im Januar fand ihre Fortsetzung bis Ende Februar. Damit legte der MSCI Index für die USA in den ersten zwei Monaten des Jahres um 11% zu, der stärkste Jahresauftakt für diesen Index seit 28 Jahren. In anderen Regionen gelang es ebenfalls, die Verluste aus dem Vorjahr wenigstens teilweise wettzumachen: Die Performance der jeweiligen MSCI Indizes betrug bis Ende Februar in den Schwellenländern 9%, in der Schweiz 12%, in der Eurozone 10% und in Japan 8%. Im Vereinigten Königreich fiel der Zuwachs mit 5% aufgrund der Brexit-Unsicherheiten etwas weniger stark aus. Für aktuelle Anlageentscheide stellt sich die Frage, wie lange sich diese Kurserholung noch fortsetzen kann. Dies gerade auch vor dem Hintergrund, dass die Aktienbewertungen in historischer Betrachtung nun nicht mehr als günstig zu bezeichnen sind, und die Niveaus des dritten Quartals 2018 inzwischen wieder übersteigen. Eine konstruktive Lösung im Handelsstreit wäre ein möglicher fundamentaler Grund für eine Fortsetzung des aktuellen Bullenmarkts. Eine Verschärfung der innenpolitischen Auseinandersetzung in den USA dürfte dagegen die Anlegerstimmung trüben. Auch in Europa bestehen mit dem Brexit und Italiens unstabiler Koalitionsregierung politische Risiken fort. Wir rechnen im Basisszenario in der kurzen Frist nicht mit einer Eskalation der genannten politischen Entwicklungen. Rückschläge auf dem Weg zu einer Verhandlungslösung zum Brexit oder Neuwahlen in Italien dürften von institutionellen Anlegern nach den Erfahrungen der letzten Monate erneut zu Zukäufen genutzt werden.

## Währungen

Wie nachhaltig ist die Aufwertung des Pfunds?

### USA

- Die zuletzt enttäuschenden US-Wirtschaftsdaten konnten dem USD nichts anhaben, da auch andere Volkswirtschaften schwächelten
- Politische Risiken sowie die mögliche Rückkehr von Zinserhöhungserwartungen im Markt sprechen weiterhin für einen starken USD

### Eurozone

- Anhaltend schwache Wirtschaftsdaten sowie politische Risiken – hauptsächlich Brexit und potenzielle US-Zölle auf Autos – setzen den EUR unter Druck
- Diese Themen werden uns weiter beschäftigen. Zudem erwarten wir keine restriktivere Geldpolitik der EZB in diesem Jahr. Wir halten deshalb an unserer negativen Einschätzung zum EUR fest

### UK

- Das Pfund hat im vergangenen Monat deutlich aufgewertet, da die Märkte zunehmend ein „No Deal“ Szenario auspreisen
- Eine Kompromisslösung mit langen Übergangsfristen bleibt unser Basisszenario. Bis dahin bleibt die Unsicherheit allerdings gross, weshalb wir an der negativen Einschätzung zu GBP festhalten

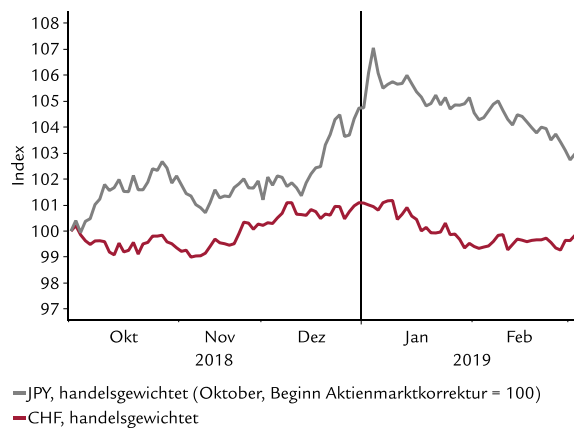
### Schweiz

- Als Folge der gestiegenen Risikofreude der Anleger hat der CHF gegenüber EUR und USD leicht abgewertet
- Die Konjunktur kühlt sich markant ab, nicht zuletzt als Folge der schwachen Dynamik in der Eurozone. Es ist nicht davon auszugehen, dass die SNB sich in der Zinspolitik vor der EZB bewegt

### Japan

- Die Kombination von schwacher Industriekonjunktur, hoher Risikofreude an den Märkten sowie vorsichtigeren Tönen der Zentralbank hat den JPY über den vergangenen Monat geschwächt
- Aufgrund der sehr günstigen Bewertung des JPY sehen wir allerdings wenig Potenzial für eine weitere Abschwächung gegenüber dem USD

Die „sicheren Häfen“ sind seit Anfang Jahr weniger gefragt



MACROBOND

Die bedeutendste Währungsbewegung legte im laufenden Jahr das britische Pfund hin. Handelsgewichtet hat das Pfund 5% an Wert gewonnen, da die Märkte zunehmend ein „No-Deal“ Szenario für den Brexit auspreisen. Die jüngste Rally folgte nach der Ankündigung von Premierministerin May, dass sie eine Abstimmung zu einem No-Deal Brexit und zu einer Verschiebung des Brexit-Datums durchführen wird, falls ihr Austrittsverträge zum zweiten Mal im Parlament scheitert. Letzteres ist ziemlich wahrscheinlich, weshalb wir von einer Verschiebung des Brexit-Datums um 2-3 Monate und schlussendlich einer Verhandlungslösung ausgehen. Trotzdem bleibt die politische Unsicherheit bis dahin sehr hoch, weshalb wir zumindest in der kurzen Frist von einem schwächeren Pfund ausgehen. Ansonsten hat sich die seit Jahresanfang gestiegene Risikofreude der Anleger endlich am Devisenmarkt niedergeschlagen. Die als „sichere Häfen“ geschätzten Währungen JPY und CHF haben über die letzten zwei Monate leicht abgewertet (siehe Grafik). Die Entwicklung von EUR/USD bleibt allerdings ein Spiegelbild des letzten Jahres. Im Einklang mit unserer negativen Einschätzung blieb EUR/USD unter Druck – eine Folge von schwachen Wirtschaftsdaten und anhaltenden politischen Risiken. Diese Themen werden die Märkte zumindest in der kurzen Frist weiter beschäftigen. Zudem sehen wir bei der US-Notenbank eine höhere Wahrscheinlichkeit als bei der EZB, dass die Märkte wieder eine straffere Geldpolitik einpreisen. Dies dürfte den USD gegenüber EUR zusätzlich stützen.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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.