

April 2019

Zinsen & Obligationen

Zinsen implizieren Rezession, Kreditmärkte Boom

USA

- Die US-Wirtschaftszahlen enttäuschten, mit anhaltender Schwäche insbesondere im Industriesektor
- Die Märkte waren zwar für einen vorsichtigeren Ton der US-Notenbank im März positioniert, die Fed hat allerdings die Erwartungen übertroffen, indem sie für 2019 keine Zinserhöhung mehr in Aussicht stellt
- Folglich haben wir unsere Prognosen revidiert und sehen nun keinen Zinsschritt mehr in diesem Jahr, während die Märkte gar eine Zinssenkung erwarten

Eurozone

- Europäische Wirtschaftszahlen zeugen weiterhin von ausgeprägter Schwäche des verarbeitenden Gewerbes, während die Binnenwirtschaft robust bleibt
- Schlechte Vorlaufindikatoren und der vorsichtige Ton der EZB in ihrer März-Sitzung drückten die Rendite auf 10-jährige deutsche Staatsanleihen in den negativen Bereich
- Die EZB übertraf die Markterwartungen, indem sie Zinserhöhungen 2019 ausschliesst und eine weitere Banken-Refinanzierung (TLTRO) angekündigt hat

UK

- Das Brexit-Chaos hält an, obwohl der 12. April – das neue Ultimatum für eine Klärung der zukünftigen Beziehung zwischen der EU und UK – näher rückt
- Solange keine Einigung gefunden wird, erwarten wir eine unveränderte Geldpolitik der Bank of England

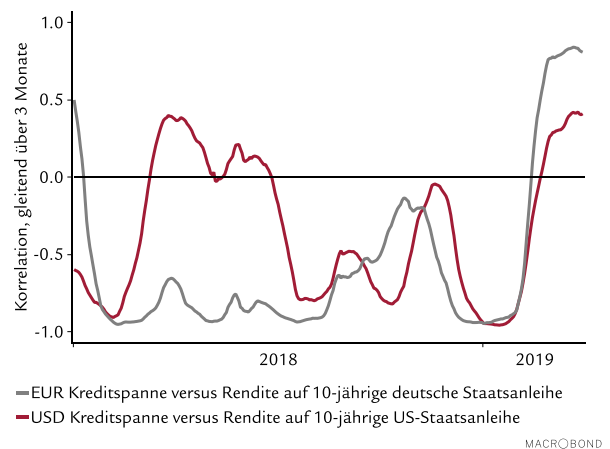
Schweiz

- Die Schweizer Wachstums- und Inflationszahlen haben sich erstaunlich gut gehalten
- Dennoch sind die Renditen auf Eidgenossen deutlich gefallen, im Einklang mit Bunds und Treasuries

Japan

- Japans exportorientierte Wirtschaft leidet unter der Schwäche des globalen Handels
- Die Bank of Japan dürfte an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten

Tiefere Zinsen bei gleichzeitig sinkenden Kreditspannen



Die zumeist negative Korrelation zwischen Zinsen und Kreditspannen wurde jüngst ausser Kraft gesetzt (siehe Grafik). Trotz enttäuschender Wirtschaftszahlen und schwächerer Fundamentaldaten der Unternehmen verengte sich die Kreditspanne. Seit Anfang Jahr haben Unternehmensanleihen in USD um 4.9% und solche in EUR um 3.95% zugelegt. Anleihen mit langer Laufzeit und tiefer Bonität zeigten eine klare Outperformance, da Investoren nach Instrumenten mit einem hohen Beta suchten. Überraschenderweise fiel in den USA die Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen unter die Rendite von 3-monatigen Treasury Bills, was zu einer invertierten Zinsstrukturkurve führte. Dies wird oft als Rezessionssignal gewertet. Auch in Europa hat sich die Zinsstrukturkurve deutlich verflacht. Das Volumen von Staatsanleihen mit negativer Verfallrendite hat jüngst die Marke von USD 10 Billionen wieder überschritten. Die tieferen Zinsen sind natürlich auch der deutlich vorsichtigeren geldpolitischen Kommunikation der EZB und Fed geschuldet. Entweder sind also die Zinsmärkte zu pessimistisch oder die Kreditmärkte zu optimistisch. Wir denken, dass die Wahrheit irgendwo in der Mitte liegt. Wir bevorzugen deshalb eine defensive Positionierung bei Unternehmensanleihen und halten den Rückgang der Renditen auf Staatsanleihen für übertrieben.

Aktien

Grundstimmung ist positiv, aber nicht euphorisch

USA

- Unsere Indikatoren deuten auf eine Verbesserung der Anlegerstimmung in den USA hin
- Die Kehrtwende der US Notenbank und die Ausichten auf geringe Erträge auf den übrigen liquiden Anlageklassen sprechen für fortgesetzte Engagements in Aktien
- «Buy the dip» hat sich wieder ausbezahlt: Die Positionierung der institutionellen Anleger und Rückkaufprogramme deuten auf ausreichende Nachfrage im Fall erneuter Korrekturphasen

Eurozone

- Eine Beschleunigung der Konjunktur ist vorderhand nicht erkennbar
- Dennoch erwarten wir weitere Anzeichen einer Stabilisierung in der Eurozone. Im Verbund mit dem schwächeren Euro und attraktiver Bewertungen sollte dies den Aktienmarkt stützen
- Die Streuung der Unternehmensergebnisse variiert stark: Die Sektoren Banken, Telekommunikation und Konsumgüter liefern enttäuschende Abschlüsse, wogegen die Versorger robuste Ergebnisse präsentieren

UK

- Anhaltende Unsicherheit um den Brexit belastet die Anlegerstimmung und sorgt für erhöhte Volatilität
- Das internationale Geschäft sollte im Fall eines harten Brexit bei den grosskapitalisierten britischen Unternehmen die Effekte eines konjunkturellen Einbruchs im Heimmarkt abfedern

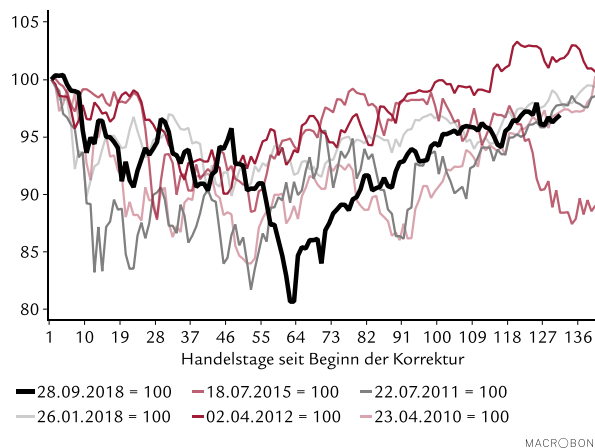
Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt gehört bisher im Jahr 2019 zu den stärksten Regionen
- Der defensive Charakter der Schweizer Leitindizes spricht für das zweite Quartal für eine Fortsetzung des Trends

Japan

- Nach einer enttäuschenden Entwicklung 2018 hinkt Japans Aktienmarkt auch im Jahresverlauf 2019 bisher hinter den meisten übrigen Regionen hinterher

Auf ausgeprägten Einbruch folgte eine typische Erholung



Im März setzte sich die Erholung an den Aktienmärkten für den dritten aufeinanderfolgenden Monat fort. Verglichen mit früheren Perioden bleibt der Rückschlag vom Dezember 2018 als besonders ausgeprägt in Erinnerung, derweil die darauffolgende Erholung sich an vergleichbare Ereignisse anschliesst (siehe obenstehende Illustration). Wir halten an unserer vorsichtig positiven Einschätzung für die Aktienmärkte fest. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen passen unserer Meinung nach eher zu einer sanften Landung der Weltwirtschaft, denn zu einer schmerzhaften Rezession. Die Abkehr der Notenbanken in Europa und besonders den USA von ursprünglich geäusserten Plänen einer weiteren Normalisierung der Geldpolitik verleiht dieser Einschätzung zusätzliche Plausibilität. Ein weiterer Grund, über die jüngsten Marktturbulenzen hinwegzusehen, ist die ausserordentlich geringe Marktliquidität über die vergangenen Monate: Sowohl der Ausverkauf im Schlussquartal 2018 als auch die anschliessende Erholung fand vor dem Hintergrund sehr geringer Volumen am US Markt statt. Viele Investoren blieben über diese Zeit an der Seitenlinie und verfielen nicht in einen Aktivismus. Wir rechnen mit sich mehrenden Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung und weiterhin robusten Unternehmensergebnissen im Rahmen der Erwartungen für das erste Quartal 2019. Dies sollte institutionelle Investoren zu weiteren Zukäufen an den Aktienmärkten veranlassen.

Währungen

Wir revidieren unsere positive Sicht auf den USD

USA

- Die US-Notenbank ist auf einen deutlich vorsichtigeren Kurs eingeschwenkt, während die Wirtschaftszahlen enttäuschend ausfielen. Unter diesen Umständen hat sich der USD erstaunlich gut gehalten
- Mit dem Rückgang der Zinsdifferenz zu anderen Währungen verliert der USD aber eine wichtige Unterstützung. Wir sind deshalb zu einer neutralen Einschätzung gegenüber EUR und CHF gelangt

Eurozone

- Der EUR blieb angesichts der Abschwächung der Wirtschaft und anhaltender politischer Risiken (Brexit, mögliche US-Zölle auf Autos) unter Druck
- Wir gehen aber davon aus, dass die grösste Baisse in der Eurozone hinter uns liegt. Zu diesem Zeitpunkt bevorzugen wir eine neutrale Sicht auf den EUR sowohl gegenüber USD wie auch CHF

UK

- Im letzten Monat blieb eine weitere Rally des GBP aus, da sich der politische Stillstand intensiviert hat
- Die Unsicherheit bleibt hoch, aber wir rechnen nach wie vor mit einer Verhandlungslösung. Die Wahrscheinlichkeit eines „sanfteren Brexit“ (z.B. Zollunion) hat sich jüngst gar leicht erhöht und uns zu einer positiven Sicht auf das GBP bewegen

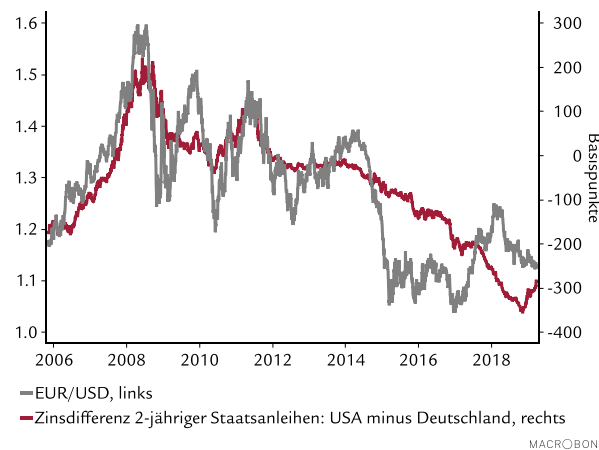
Schweiz

- Schwache Konjunkturzahlen und die Inversion der US-Zinsstrukturkurve befeuerten Rezessionsängste. „Sichere Häfen“ wie der CHF legten jüngst zu
- Wir rechnen nach wie vor mit einer „sanften Landung“ der Weltwirtschaft und haben eine neutrale Einschätzung zum CHF gegenüber USD und EUR

Japan

- Analog zum CHF hat der JPY im letzten Monat auf handelsgewichteter Basis leicht aufgewertet
- Da wir die positive Sicht auf den USD generell revidiert haben und der JPY immer noch deutlich unterbewertet ist, rechnen wir nun mit einer Aufwertung des JPY gegenüber USD

Zinsdifferenz zwischen USA und Deutschland geht zurück



Im März ist der Ton vieler Zentralbanken erneut deutlich vorsichtiger geworden. Die EZB preschte Anfang Monat vor: Sie stutzte ihre Wirtschaftsprognosen, verschob die Aussicht auf Zinserhöhungen ins Jahr 2020 und kündigte eine neue Banken-Refinanzierung (TLTRO) an. Die US-Notenbank folgte sogleich und kündigte eine Pause im Zinserhöhungszyklus an. Zum ersten Mal seit 2011 ist die Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland im 2-Jahres-Segment deutlich zurückgegangen (siehe Grafik). Die „geldpolitische Divergenz“, das dominierende Thema am Devisenmarkt in den letzten Jahren, hat plötzlich an Relevanz eingebüsst. Deshalb haben wir unsere positive Sicht auf den USD jüngst revidiert und sind nun zu einer neutralen Einschätzung auf die Währungspaare USD/CHF und EUR/USD gelangt.

Die Rezessionsängste unter Investoren sind gestiegen, nicht zuletzt aufgrund der teilweisen Inversion der US-Zinsstrukturkurve. Währungen wie der CHF und der JPY, die als „sichere Häfen“ gelten, haben deshalb im März leicht zugelegt. Im Basisszenario rechnen wir immer noch mit einer „sanften Landung“, nicht mit einer Rezession. Wir halten an der neutralen Einschätzung zum CHF fest, sind nun aber zu einer positiven Sicht auf den JPY gelangt, nicht zuletzt aufgrund der tiefen Bewertung. Wir rechnen ebenfalls mit einer Aufwertung des GBP zum USD. Die Unsicherheit bezüglich Brexit bleibt zwar hoch, ein „No-Deal Brexit“ dürfte aber abgewendet werden. Bei Redaktionsschluss sah es gar danach aus, dass die Wahrscheinlichkeit von „sanfteren“ Brexit-Szenarien (Zollunion, zweites Referendum) leicht zugenommen hat.

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.