

Mai 2019

Zinsen und Anleihen

Zentralbanken-Kehrtwende löst Euphorie aus

USA

- Nach einer deutlichen Verschlechterung der US-Wirtschaftsdaten waren die jüngsten Zahlen etwas ermutigender, sodass sich das Risiko einer baldigen Rezession verringert hat
- Die Zinssätze erholten sich, da die Märkte begannen, Zinssenkungen des Fed auszupreisen
- Das Fed dürfte den Leitzins in diesem wie auch im nächsten Jahr unverändert lassen

Eurozone

- Wir sehen in Europa erste Anzeichen einer Stabilisierung der makroökonomischen Daten, doch angesichts der erhöhten politischen Risiken bleibt die Lage kritisch
- Trotz eines trüben Konjunkturmehls verbesserte die äusserst expansive Haltung der EZB die Stimmung der Anleger und unterstützte damit riskante Anlagen. Die Rendite deutscher Bundesanleihen erholte sich von den jüngsten Tiefstständen etwas

Grossbritannien

- Die britische Wirtschaft zeigt sich dieses Jahr bisher überraschend robust, was jedoch mit einer übermässigen Lagerhaltung zusammenhängt
- Die EU hat den Brexit-Termin auf Oktober 2019 verschoben, doch die Unsicherheit wird bestehen bleiben und das Wachstum wohl wieder belasten

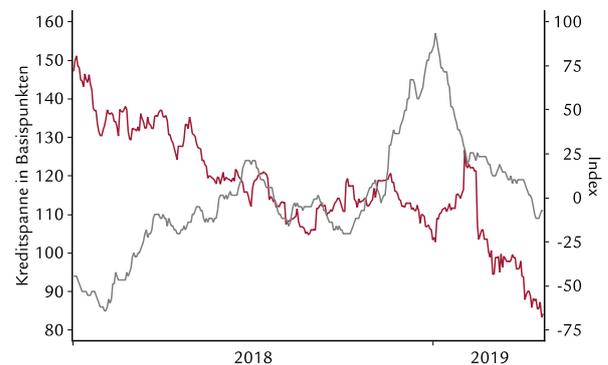
Schweiz

- Die Schweizer Konjunktur beginnt Risse zu zeigen, denn die Frühindikatoren sind stark gesunken
- Die expansive Haltung der EZB dürfte die SNB 2019 und 2020 an der Straffung ihrer Geldpolitik hindern

Japan

- Sowohl die Umfragedaten als auch die Konjunkturindikatoren sind 2019 bisher schwach geblieben
- Zusammen mit den überraschend niedrigen Inflationszahlen könnte dies die Bank of Japan veranlassen, ihren geldpolitischen Stimulus beizubehalten oder sogar zu verstärken

Kreditaufschläge verengen sich trotz negativer Daten



— USD Unternehmenanleihen: Kreditspanne, lhs
— Citi Economic Surprise Index für die USA, rhs

MACROBOND

Vor sieben Monaten speulierte man noch darüber, oft ob das Fed die Zinsen 2019 drei- oder viermal erhöhen würde und wann (nicht: ob) die EZB die Einlagenzinsen wieder über 0 anheben würde. Vor fünf Monaten kam es bei Aktien und Unternehmenanleihen negativer Konjunkturdaten und düsterer Verlautbarungen der Unternehmen zu einer Verkaufswelle. Doch nun scheint alles vergessen. Die Kehrtwende der Zentralbanken stützte riskante Anlagen und die Gesamttrenditen für USD- und EUR-Unternehmenanleihen liegen bisher im Jahresverlauf bei 5.3% beziehungsweise 4.1%. Das Neuemissionsvolumen bleibt hoch, die Volatilität ist tief und die Anleger stecken weiter viel Geld in riskante Anlagen. Die Rally könnte zwar noch anhalten, doch wir bleiben vorsichtig und halten beim Kreditrisiko an unserer defensiven Position fest. Die Fundamentaldaten rechtfertigen die aktuell geringen Kreditspannen nicht, es zeichnet sich eine Korrektur ab. Trotz des jüngsten Renditeanstiegs bei den Staatsanleihen halten wir das absolute Niveau noch für recht tief. Die expansive Haltung der Zentralbanken und unser verhaltener Ausblick dürften aber einen stärkeren Anstieg begrenzen und die Zinsen in einem engen Rahmen halten. Wir bevorzugen daher eine Position mit neutraler bis eher kurzer Duration.

Aktien

Von Alternativlosigkeit getragen

USA

- Der S&P 500 hat gegenüber den Tiefstständen vom Dezember 23% zugelegt und ein neues Allzeithoch nur um wenige Punkte verfehlt
- Eine gute Berichtssaison würde diesen Trend unterstützen. Tatsächlich sind die Unternehmensgewinne für das erste Quartal 2019 vielversprechend
- Wir bleiben bei US-Aktien bei unserer konstruktiven Einstellung, auch weil sich die Rezessionsrisiken durch die expansivere Haltung des Fed verringert haben

Eurozone

- In der Eurozone hatte der Anlagestil bisher 2019 erhebliche Auswirkungen auf die Performance. Im vergangenen Jahr sind sowohl Value- als auch Small-Cap-Aktien schlecht gelaufen
- Seit Jahresbeginn aber hinken Value-Aktien (+13%) hinterher, während Small Caps (+18%) zu den besten Performern im Universum des MSCI EMU (+16%) gehören

Grossbritannien

- Der Aufschub des Brexit wird weiterhin für erhöhte Unsicherheit sorgen. Daher dürften die ohnehin schon stark dezimierten Investitionspläne der Unternehmen noch weiter schrumpfen
- Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich der britische Markt in Zukunft unterdurchschnittlich entwickelt, auch wenn das Risiko für Large Caps geringer ist als für den übrigen Markt

Schweiz

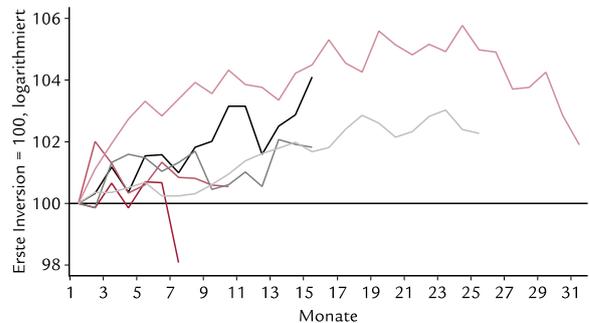
- In der Schweiz haben Small Caps wie auch Large Caps in 2019 bisher eine starke Performance gezeigt
- Zudem haben Schweizer Aktien während der Verkaufswelle im Q4 2018 ihre defensive Stärke ausgespielt und sich besser entwickelt als andere Märkte. Schweizer Aktien sind eine solide Anlage und daran dürfte sich in absehbarer Zeit auch nichts ändern

Japan

- Schwache Wirtschaftsdaten aus Japan sind der Hauptgrund für die relativ schwache Performance japanischer Aktien seit Jahresbeginn
- Da wir nicht davon ausgehen, dass sich an den Rahmenbedingungen bald etwas ändert, ist Japan als Markt aktuell deutlich weniger attraktiv

Inversion der Zinskurve: kein Verkaufssignal für Aktien

S&P 500 von Inversion der Zinsstrukturkurve bis Beginn Rezession



— 2005 Inversion — 1998 Inversion — 1989 Inversion — 1980 Inversion
— 1973 Inversion

MACROBOND

Weiterhin beurteilen wir Aktien aus diversen Gründen vorsichtig positiv. Erstens entwickelten sich die Aktienmärkte in der Vergangenheit nach der ersten Umkehrung der Zinskurve noch einige Zeit lang gut, obwohl die flache Zinskurve von US-Staatsanleihen als ein Warnzeichen für eine Rezession gilt. Wer die Inversion als Verkaufssignal deutet, könnte also Ertragsverzicht in Kauf nehmen (siehe Grafik). Zweitens konzentriert sich die Renditejagd nach wie vor auf Aktien, da die globalen Anleihenrenditen seit Jahresbeginn insgesamt sinken und hier auch keine wesentliche Besserung zu erwarten ist. Zudem rechnen wir angesichts der jüngsten Einengung der Kreditaufschläge auch damit, dass einige Fonds von Unternehmensanleihen auf Aktien umschwenken, da der Markt hier viel liquider ist – ein entscheidender Vorteil für den Fall, dass es doch zu einer Rezession kommen sollte. Im Übrigen sind die Erwartungen an die Unternehmensgewinne im ersten Quartal eher tief, sodass Raum für positive Gewinnüberraschungen bleibt. Andererseits sehen wir zwei Faktoren, die sich in den kommenden Wochen negativ auf Aktien auswirken könnten. Erstens halten wir die Aktienmärkte zwar nicht für allzu teuer, doch die Börsenrally geht mit einem insgesamt schwächeren Konjunkturmilieu einher. Dies könnte einige Fragen aufwerfen. Zweitens sind Gewinnmitnahmen nicht auszuschliessen. Entschärft wird dies jedoch durch die ungebrochene «Buy the Dip»-Mentalität vieler Anleger. Das zuletzt tiefe Handelsvolumen zeigt, dass viele Anleger nicht an der Rally teilgenommen haben und möglicherweise auf eine Korrektur warten, um den Aktienanteil zu erhöhen.

Währungen

Bei den meisten wichtigen Währungspaaren neutral

USA

- Der USD blieb zuletzt recht stark, da solide Wirtschaftsdaten eingingen und die Märkte begannen, Zinssenkungen des Fed auszuweisen
- Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung des USD gegenüber den meisten wichtigen Währungen ausser dem JPY, bei dem wir mit einer Aufwertung rechnen

Eurozone

- Angesichts erster Anzeichen einer Stabilisierung der Wirtschaftsdaten für die Eurozone erholte sich der EUR ein Stück weit von seinen jüngsten Tiefstständen
- Wir gehen zwar davon aus, dass das Schlimmste hinter uns liegt, doch die Verbesserung der wirtschaftlichen Dynamik dürfte holprig verlaufen und die Vielzahl politischer Risiken (Handelskrieg, Brexit, Europawahl) bestehen bleiben. Daher bevorzugen wir für den EUR gegenüber USD und CHF zurzeit eine neutrale Haltung

Grossbritannien

- Entgegen unserer Erwartung hat sich das Pfund im vergangenen Monat abgewertet, da die parteiübergreifenden Brexit-Verhandlungen keine Fortschritte brachten
- Wir sind beim GBP zu einer neutralen Haltung übergegangen. Zwar gehen wir immer noch davon aus, dass es bis zum Termin Oktober 2019 zu einem geordneten Brexit kommt, doch mit dem Näherrücken der Europawahl dürften die politischen Turbulenzen zunehmen

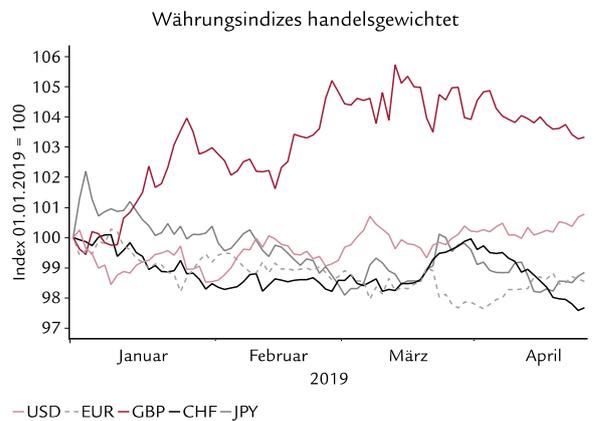
Schweiz

- Aufgrund der äusserst positiven Anlegerstimmung haben sich Fluchtwährungen wie der CHF zuletzt auf handelsgewichteter Basis abgewertet
- Wir bleiben für den CHF gegenüber USD und EUR bei unserer neutralen Haltung

Japan

- Ähnlich wie beim CHF hat sich der JPY auf handelsgewichteter Basis abgeschwächt
- Wir bleiben bei unserer konstruktiven Haltung gegenüber dem JPY, der stark unterbewertet ist und von verschiedensten Wachstumsszenarien für die Weltwirtschaft profitieren kann

Fluchtwährungen verloren im April an Boden



MACROBOND

Da bedeutende Katalysatoren fehlten, blieb es an den Devisenmärkten im letzten Monat ruhig. Aufgrund der niedrigen Inflationszahlen, der expansiven Haltung der Zentralbanken und besserer Konjunkturdaten aus China setzte sich die Rally bei riskanten Anlagen fort. In diesem Umfeld haben sich Fluchtwährungen wie JPY und CHF abgewertet (siehe Grafik). Grundsätzlich dürften zyklische Währungen wie der EUR von einer angesichts der Konjunkturaussichten verbesserten Stimmung profitieren. Aufgrund der politischen Risiken – möglicher US-Zölle auf europäische Autos, des Brexit und der bevorstehenden Europawahlen – halten wir eine positive Haltung zum Währungspaar EUR/USD noch für verfrüht. Auch für den CHF gegenüber USD und EUR bleiben wir neutral. An unserer positiven JPY/USD-Einschätzung halten wir jedoch fest. Solange das Fed expansiv bleibt, wovon wir ausgehen, kann der JPY in verschiedenen Wachstumsszenarien zulegen. Einerseits dürften die exportorientierte japanische Wirtschaft und der Yen von einer Belebung des globalen Wachstums profitieren. Andererseits könnte der JPY in einem echten Rezessionszenario seine Rolle als Fluchtwährung spielen. In Grossbritannien nahmen die politischen Turbulenzen zu, da die Brexit-Gespräche scheiterten und das Land nun wohl an der Europawahl teilnehmen muss. Das GBP verlor so einen Teil der 2019 verzeichneten beträchtlichen Gewinne. Wir sind zwar überzeugt, dass es zu einem geordneten Brexit kommen wird, erwarten aber keine kurzfristige Verbesserung der politischen Lage und haben so unsere positive Einschätzung des Währungspaares GBP/USD aufgegeben.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
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, Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **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.