Medienfrühstück
Konjunktur und Finanzmärkte im Zeitalter der expansiven Zentralpolitik

10.01.2018

Marc Brütsch, Chefökonom
Daniel Rempfler, Head of Fixed Income Switzerland

Agenda

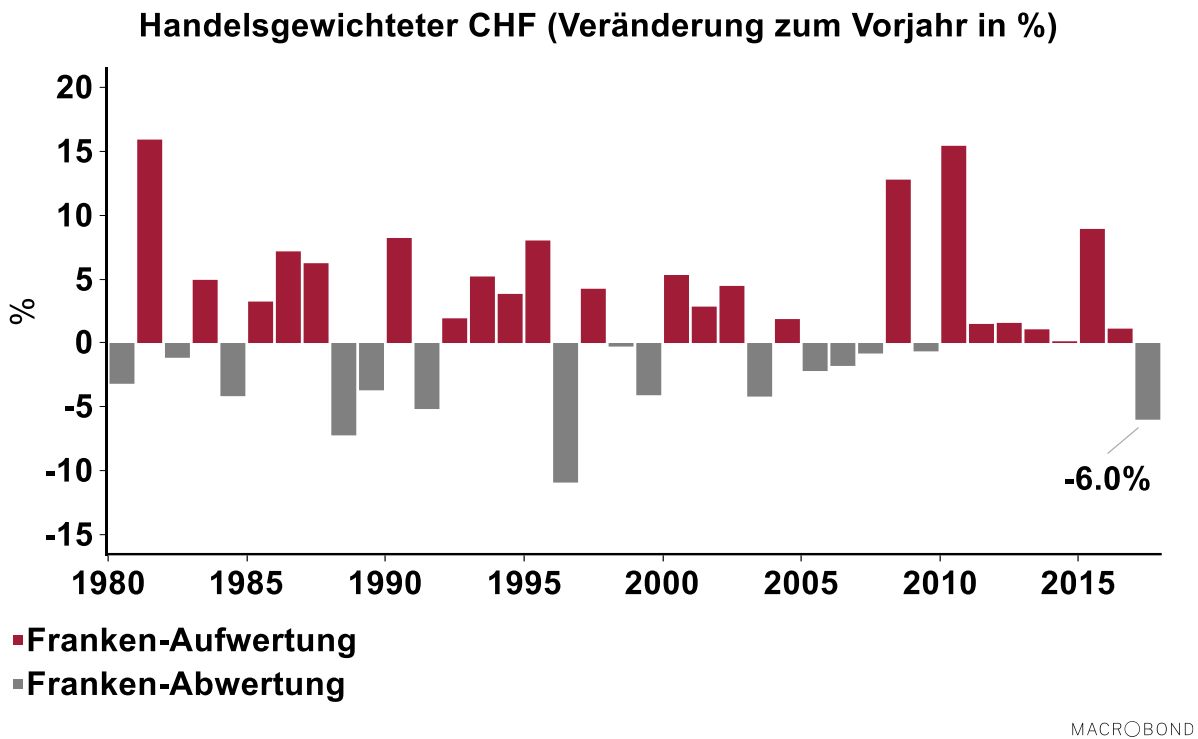
- **Konjunktur und Wirtschaftspolitik**
  Marc Brütsch, Chefökonom
  - Die Schweizer Wirtschaft drei Jahre nach dem Frankenschock
  - Finanzielle Repression zur Minderung von Europas Schuldenberg
- **Zentralbanken und Obligationenmärkte**
  Daniel Rempfler, Head of Fixed Income Schweiz
  - Rückblick: „Goldilocks“ und der Einfluss der Zentralbanken auf die Obligationenmärkte
  - Ausblick: Führt die anstehende Normalisierung der Geldpolitik zu einer Korrektur an den Märkten?
- **Fazit**

SwissLife Asset Managers

Die Schweizer Wirtschaft drei Jahre nach dem Frankenschock

SwissLife
Asset Managers

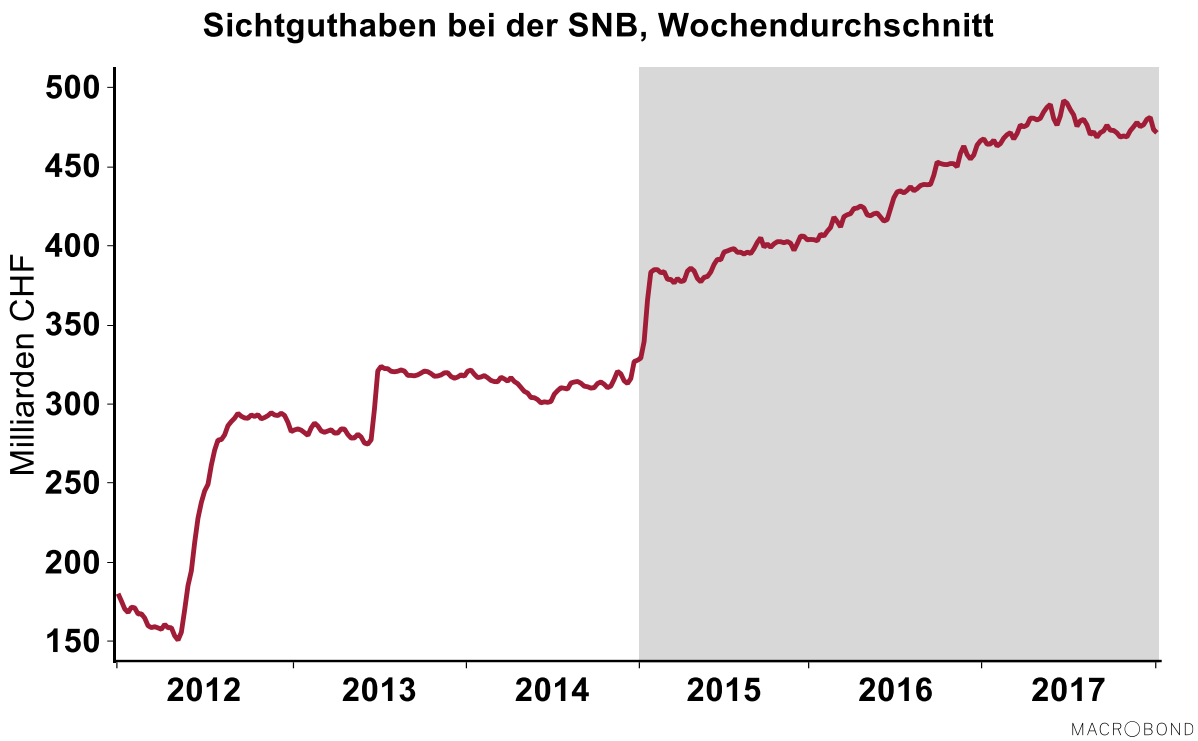
Das perfekte Konjunkturprogramm



- Eigene Berechnungen zu den Logiernächten von ausländischen Gästen in Schweizer Hotels, wenn der Franken zum Euro um 10% abwertet (cet. par.)
- Veränderung pro Monat bei Gästen aus:
  - Deutschland: + 33‘000
  - Schweiz: + 22‘500
  - Niederlande: + 5‘400

SwissLife Asset Managers

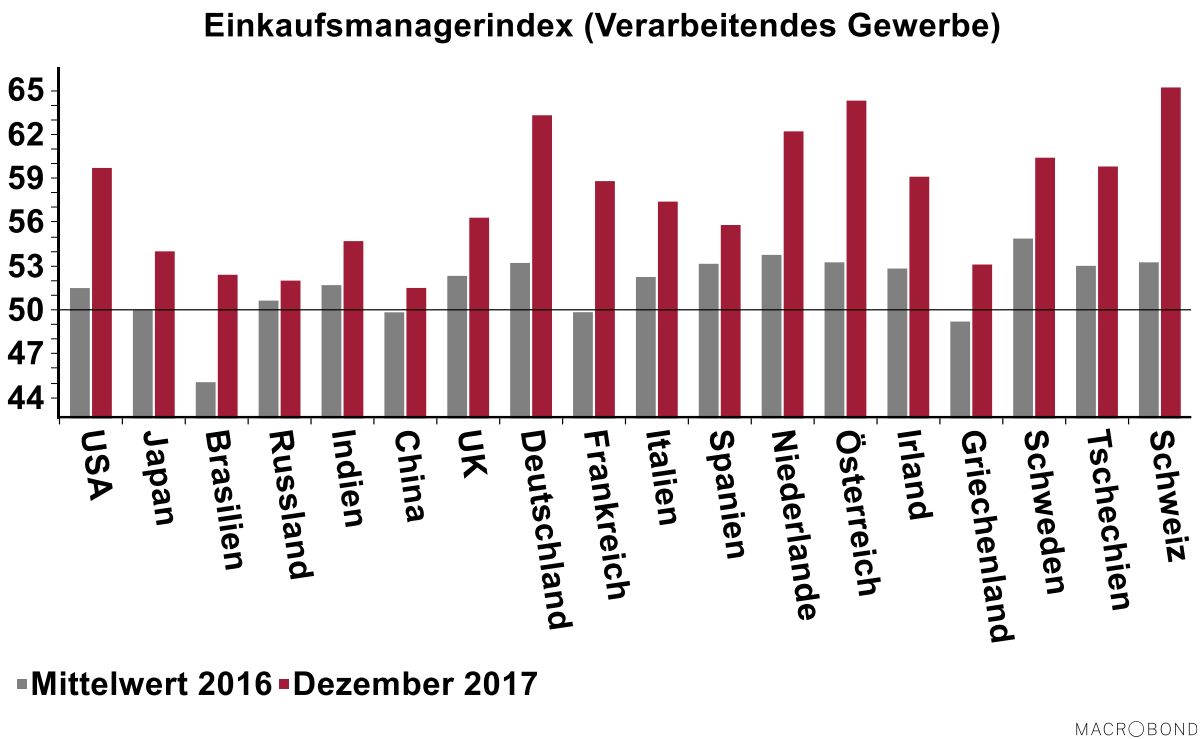
Vor drei Jahren gab die SNB die Euro-Mindestkurspolitik auf



- Sichtguthaben der Inlandbanken bei der SNB:
  - Dezember 2014: 327 Mrd. CHF
  - Dezember 2017: 473 Mrd. CHF

SwissLife Asset Managers

Synchroner Aufschwung der Weltwirtschaft

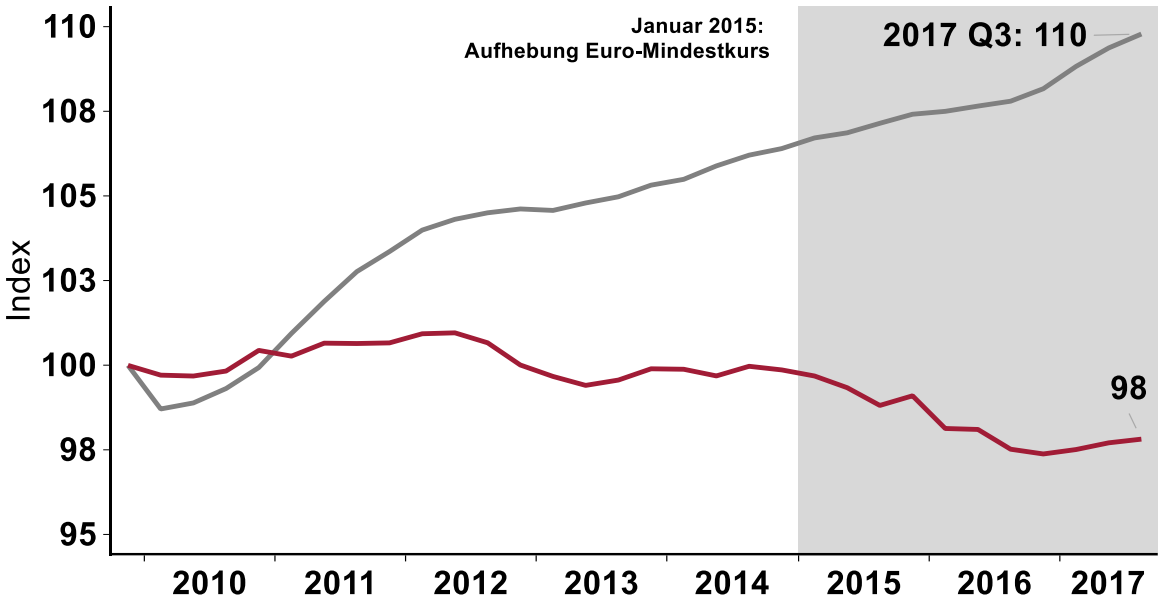


Lesebeispiel: Index über 50 Punkte = Wachstum im Vergleich zum Vormonat

- Rund um den Globus zeigen die Einkaufsmanagerindizes für den zyklischen Industriesektor Wachstum an
- Die Weltwirtschaft befindet sich erstmals seit 2009 in einem synchronen Aufschwung
- Anders als 2009 sind diesmal nicht die Schwellenländer die Wachstumslokomotiven
- Der hohe Wert für die Schweiz erklärt sich durch die Offenheit der Schweizer Volkswirtschaft

SwissLife Asset Managers

Frankenschock hinterlässt Spuren am Arbeitsmarkt



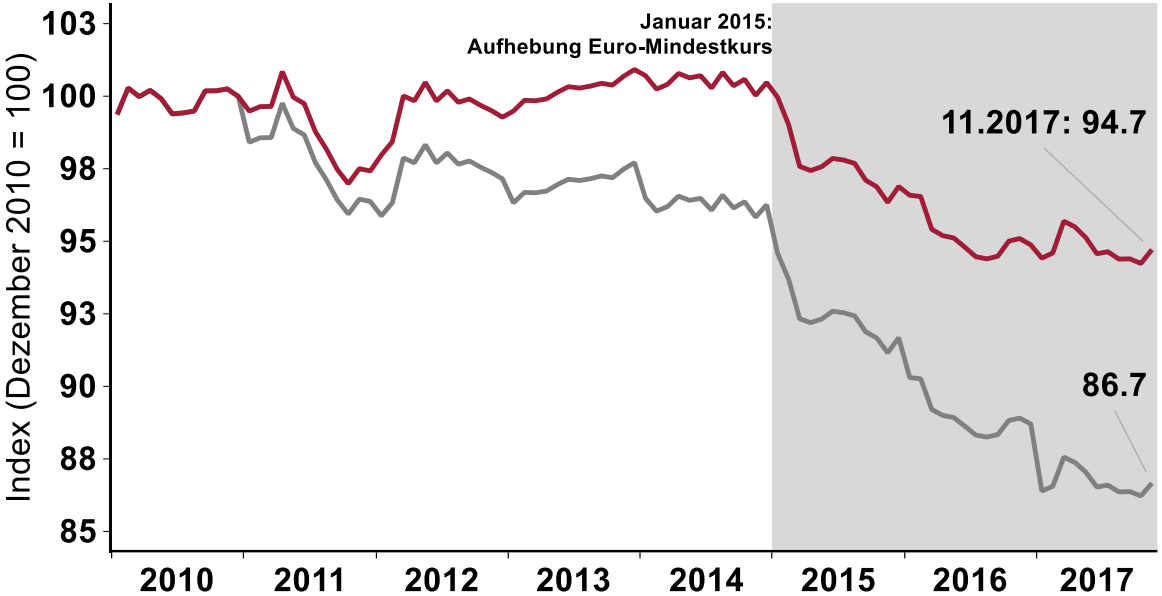
Schweiz: Beschäftigte in der Industrie (2009 = 100)
Deutschland

MACROBOND

- Die Schweiz fiel entgegen weit verbreiteter Ängste nach dem SNB-Entscheid im Januar 2015 nicht in eine Rezession
- Hauptgründe dafür sind:
  - Erholung der Eurozone
  - Konsum der Haushalte in 2015
- Anders als in früheren Aufschwungsphasen der Weltwirtschaft nimmt die Schweizer Binnenwirtschaft allerdings verhältnismässig spät Fahrt auf
- Erwartungen für 2018:
  - Rückenwind für Exportwirtschaft und alpine Tourismusangebote
  - Anziehender Binnenkonsum

SwissLife Asset Managers

Schweizer Detailhandel nicht nur durch Frankenschock gefordert



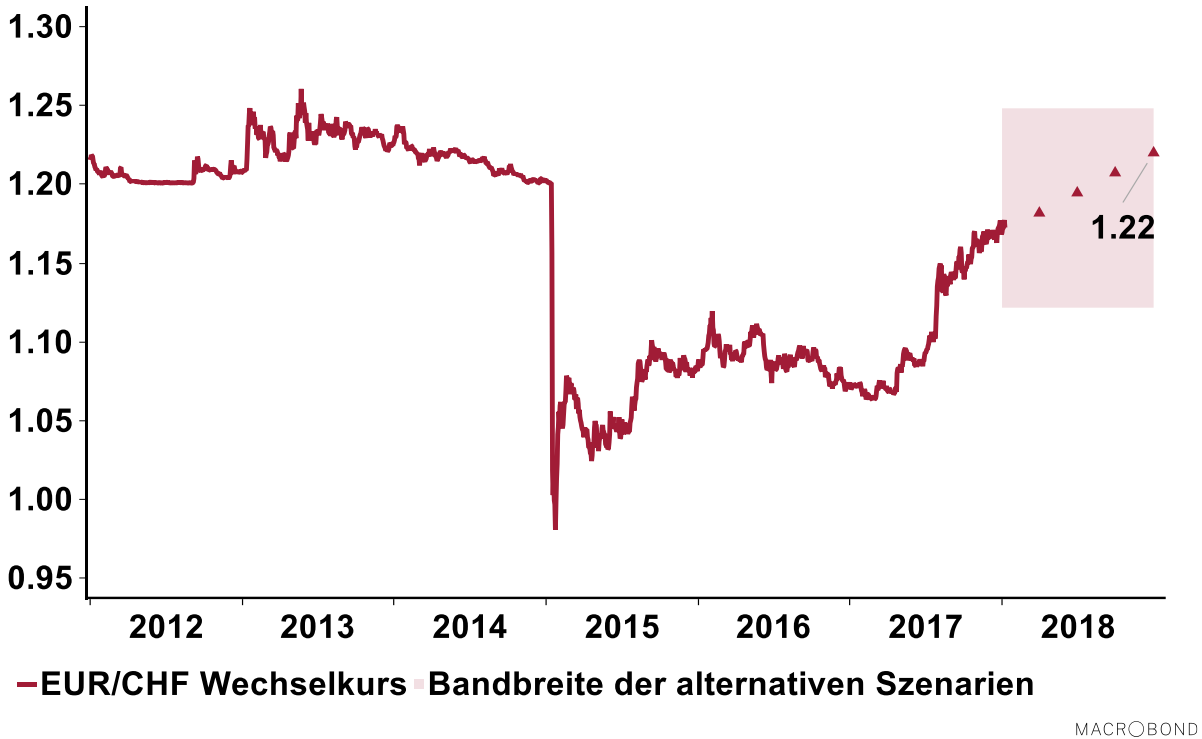
– Schweiz: Verkäufe im Detailhandel (real, geglättete Werte)
– Verkäufe im Detailhandel pro Kopf (real, geglättete Werte)

MACROBOND

- Prognose BIP-Wachstum Schweiz (mittlere Jahresveränderung in %)
  - 2018: Swiss Life Asset Managers: 1.9%
  - 2019: Swiss Life Asset Managers: 1.3%

SwissLife Asset Managers

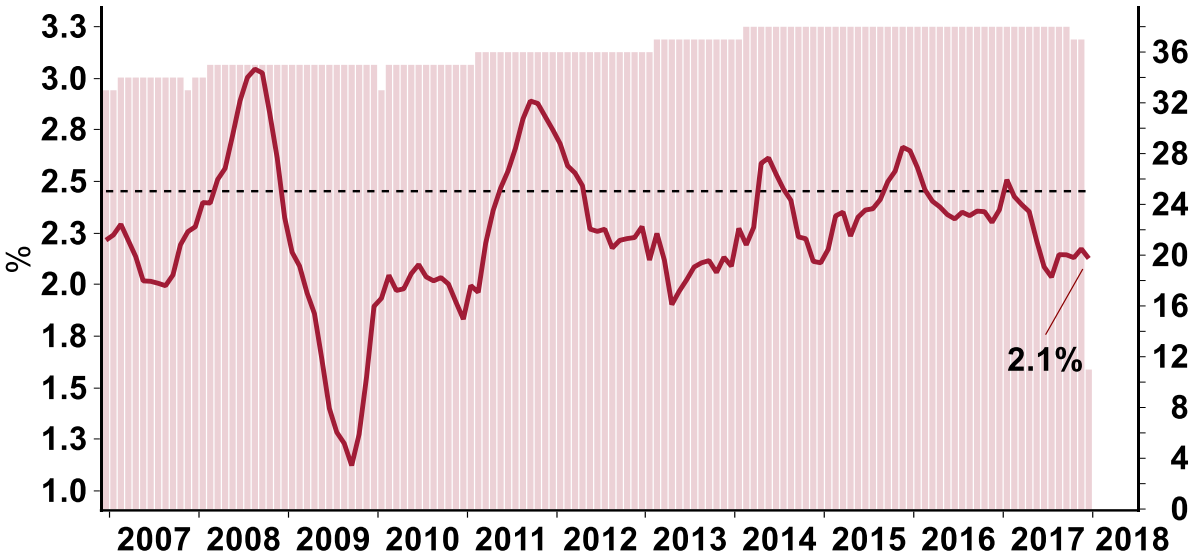
Erwartung Wechselkurs EUR/CHF



- Die starke Konjunktur in der Eurozone und die verbleibende Überbewertung des CHF sprechen für eine weitere Abwertung des CHF zum EUR
- Im Basisszenario erwarten wir per Ende 2018 einen EUR/CHF Kurs von 1.22

SwissLife Asset Managers

Inflation als die grosse Abwesende



Globale Kerninflation (38 Länder) Jahresveränderungsrate in %

Langfristiger Durchschnitt

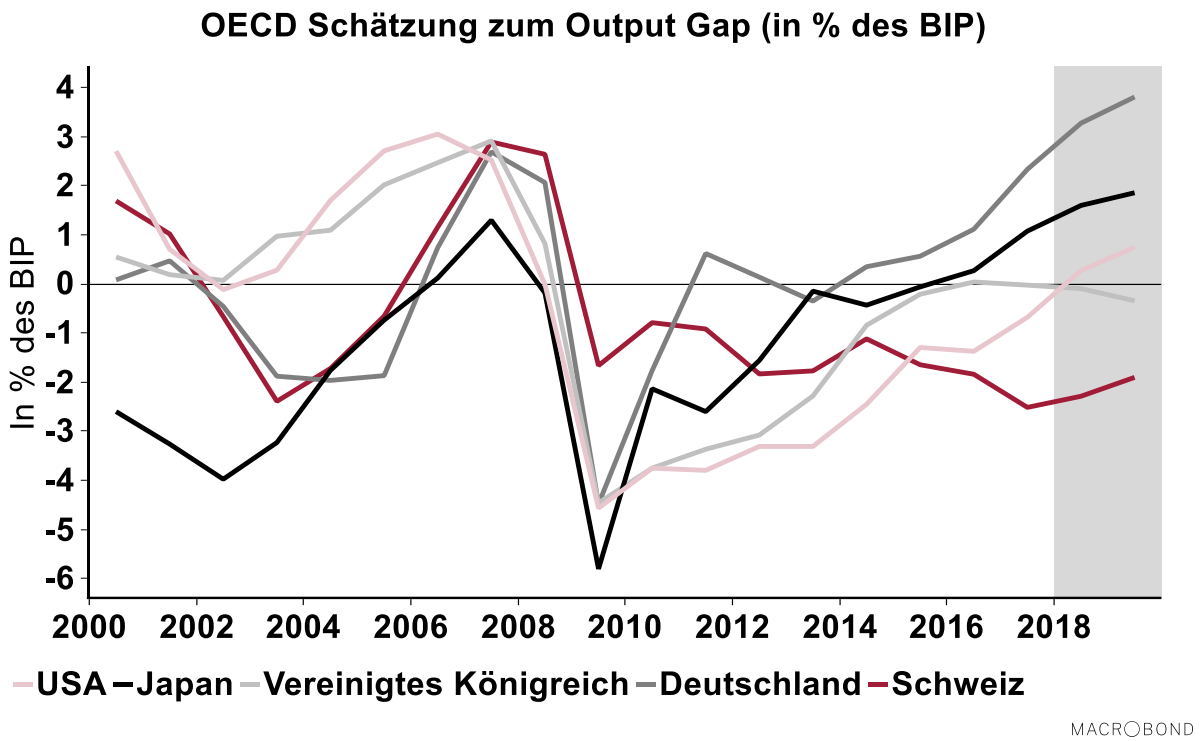
Anzahl berücksichtigter Länder, Skala rechts

MACROBOND

- Trotz starker Liquiditätszufuhr durch die Notenbanken und einem synchronen Aufschwung der Weltwirtschaft bleibt die Kernrate der Teuerung global unterdurchschnittlich
- Die Notenbanken in den USA, Japan und der Eurozone verfehlen ihr Inflationsziel

SwissLife Asset Managers

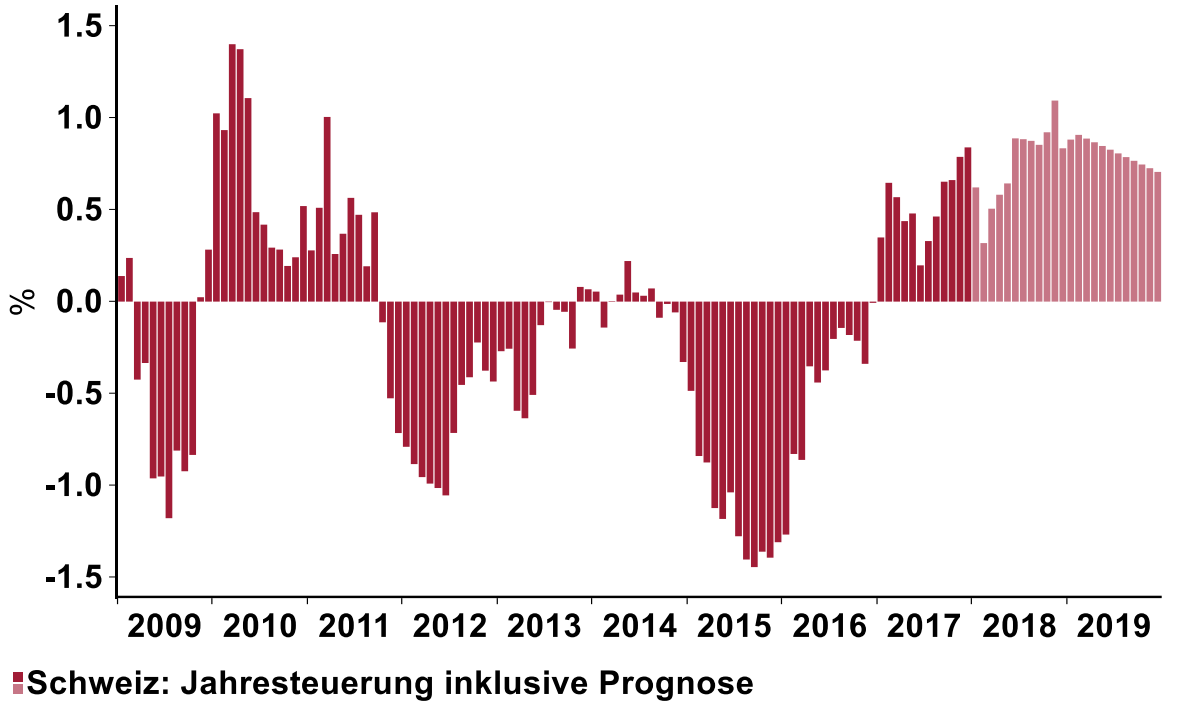
Mit dem Schliessen des Output Gaps verringert sich die Deflationsgefahr



- Im Basisszenario erwarten wir für die entwickelten Volkswirtschaften Wachstumsraten leicht über dem jeweiligen Potenzial
- Die Inflationsziele des Fed und der EZB rücken in Reichweite, werden aber vorerst nicht erreicht

SwissLife Asset Managers

Rückkehr zu positiven Inflationsraten in der Schweiz dank Frankenabwertung



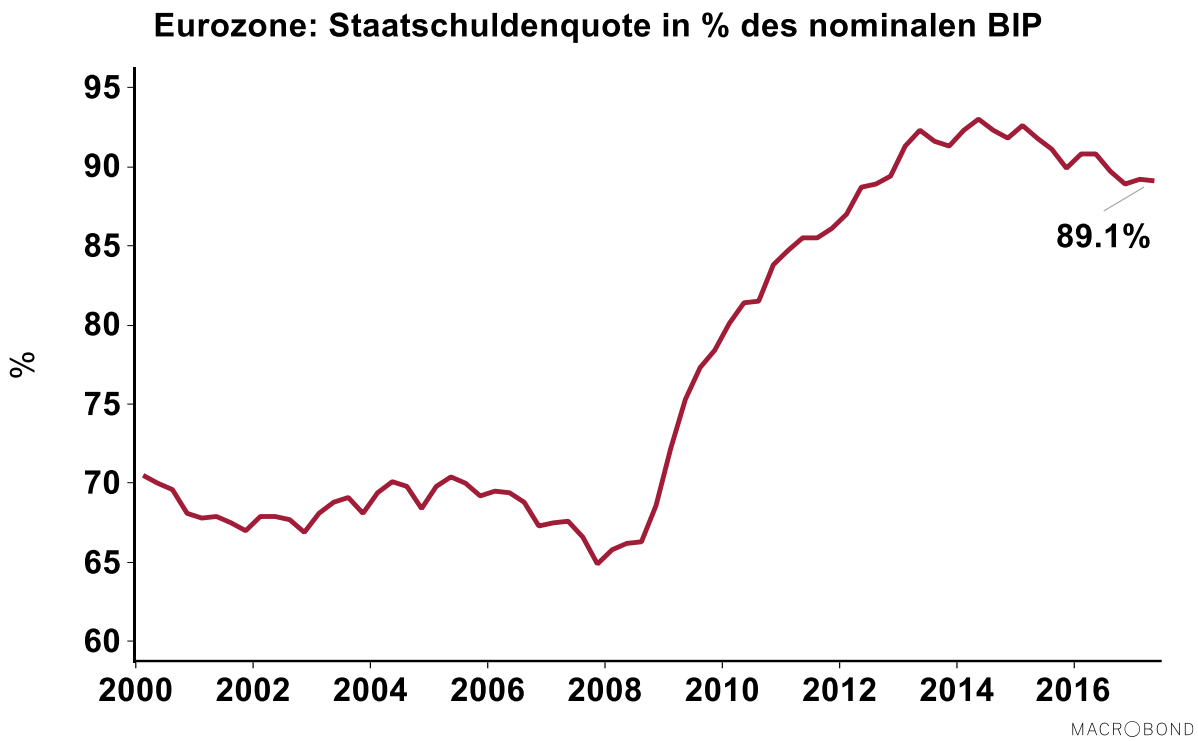
- Prognose Inflation Schweiz (mittlere Jahresveränderung in %)
  - 2018: 0.8%
  - 2019: 0.8%

SwissLife Asset Managers

Finanzielle Repression zur Minderung von Europas Schuldenberg

SwissLife
Asset Managers

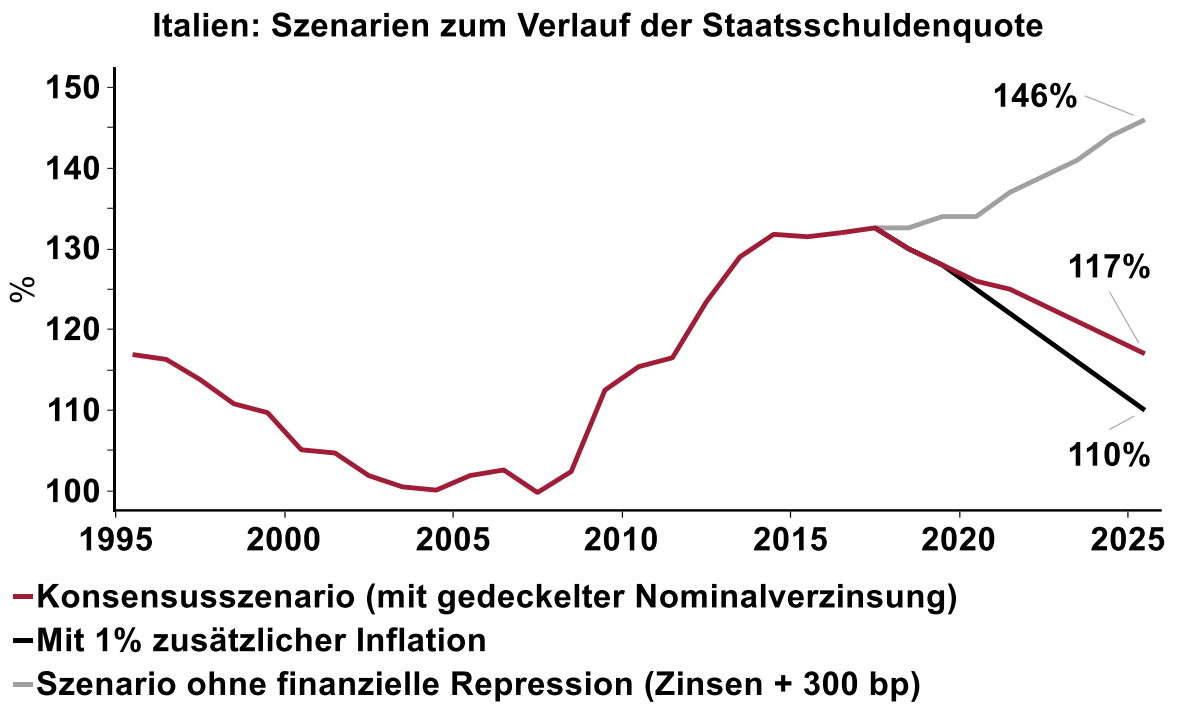
Nach 2008: Rekordhoher Anstieg der Staatsschulden in Friedenszeiten



- Als Folge der Finanzkrise erlebte Europa einen starken Anstieg der ausstehenden Staatsschulden
- Der wirtschaftliche Aufschwung sorgt seit 2014 gesamthaft für eine Stabilisierung der Schuldenquote in der Eurozone
- In Ländern wie Italien, Spanien oder Portugal ist bisher noch keine Rückgang der Staatsschuldenquote zu beobachten

SwissLife Asset Managers

Alternativlose finanzielle Repression



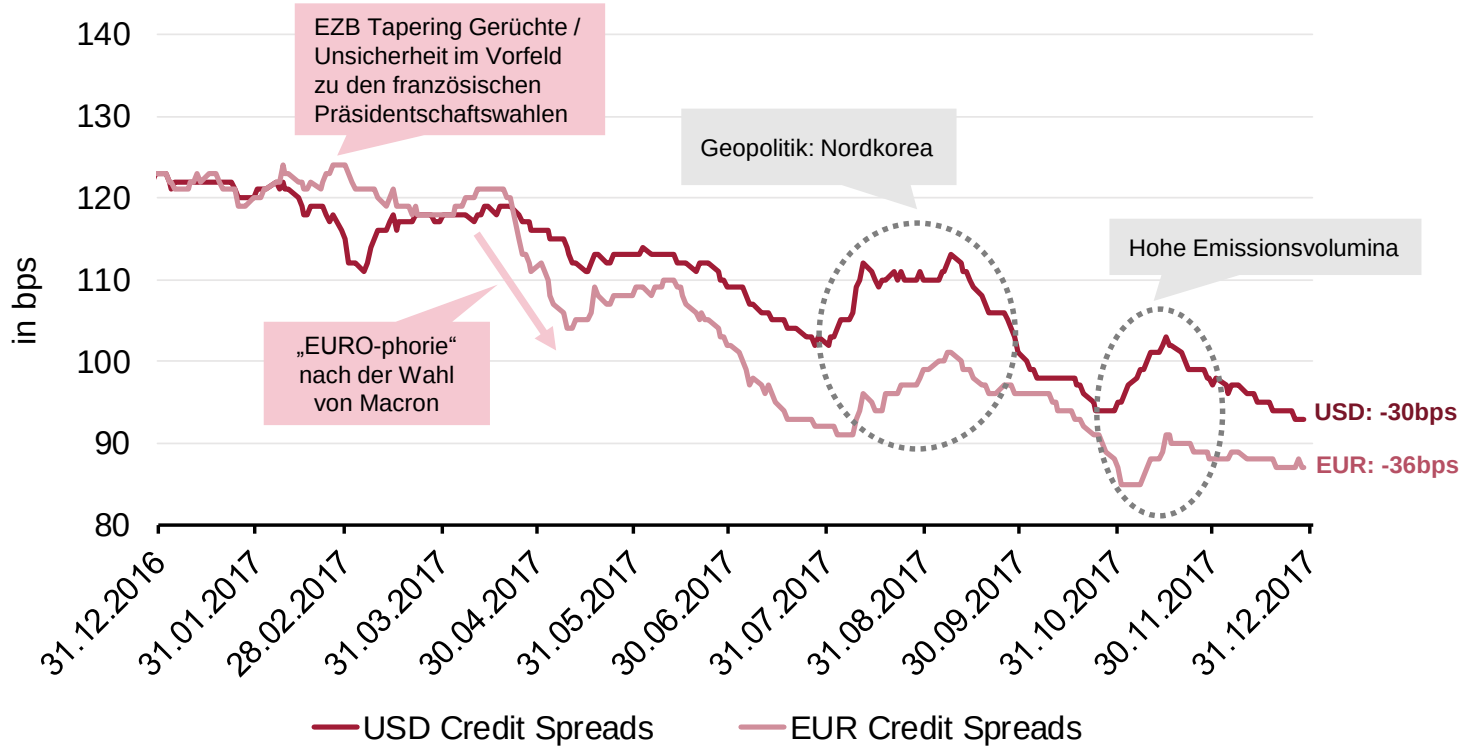
- Illustrative Szenarien zum Schuldenverlauf
- Szenario-Annahmen 2018 – 2025:
  - ø BIP Wachstum (real) 1.0%
  - ø Inflation 1.7%
  - Primärsaldo (2017) 2.5%
  - Primärsaldo (2025) 2.5%
  - ø Coupon auf Schulden (2017) 3.3%
  - ø Coupon auf Schulden (2025) 3.3%

SwissLife Asset Managers

Rückblick: Goldilocks und der Einfluss der Zentralbanken auf die Obligationenmärkte

SwissLife
Asset Managers

2017 war ein klassisches „Goldilocks“Jahr



Starkes Wachstum

+

Tiefe Inflation (und Wegfall von Deflationsängsten)

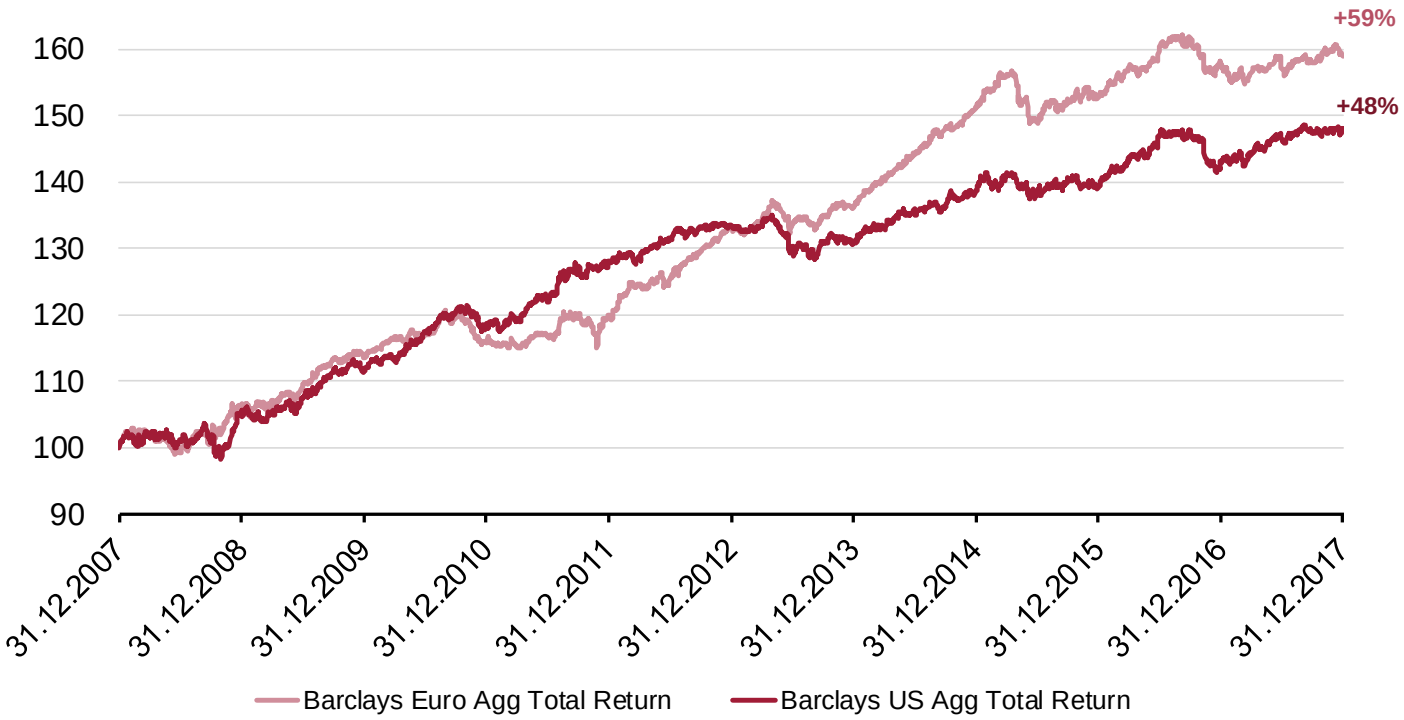
=

Starke Renditen an den Kapitalmärkten

Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

SwissLife Asset Managers

Kann man sogar von einer „Goldilocks“ Periode sprechen?

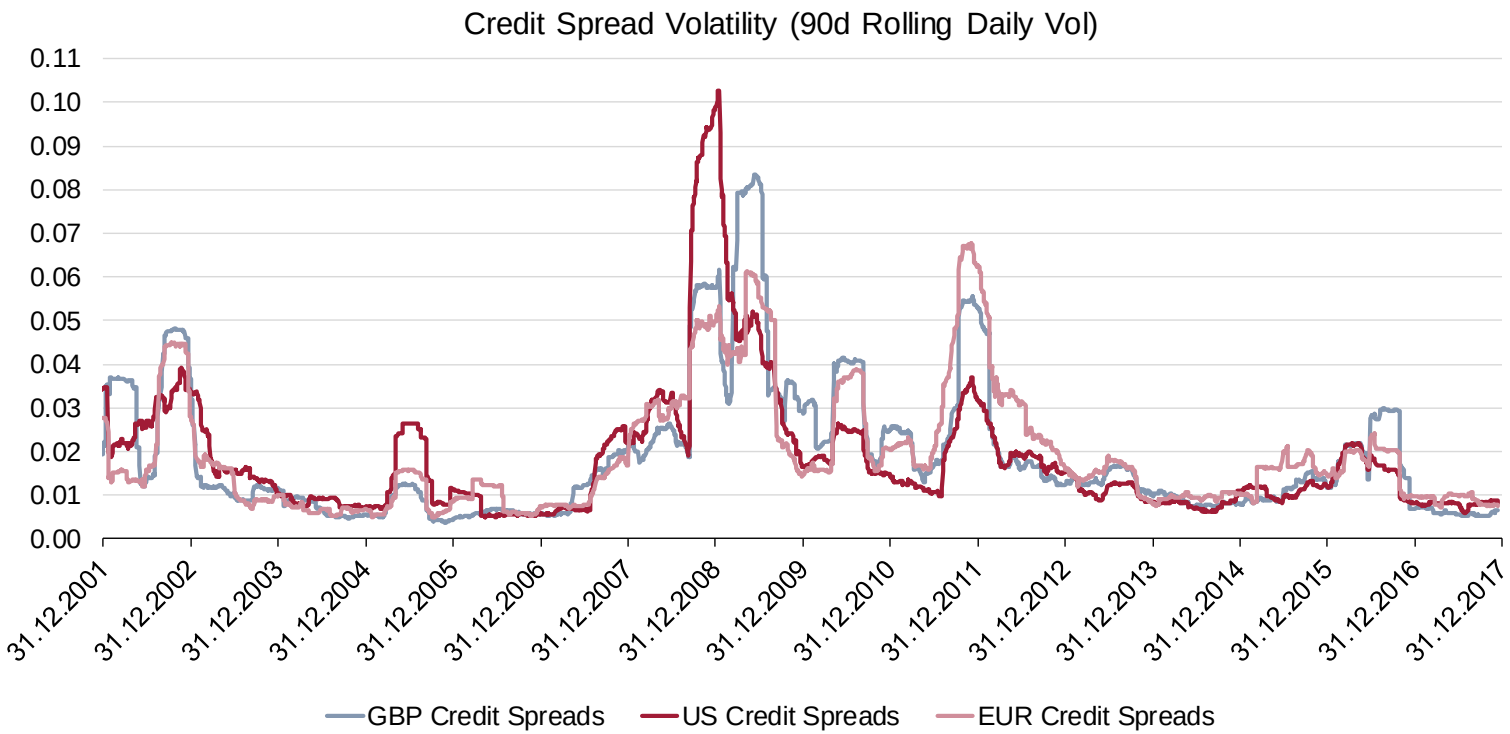


Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

- Seit 2013 wächst die Wirtschaft der Eurozone über ihrem Potenzial
- In den USA übertraf das BIP in 14 von 20 Quartalen die Potenzial-wachstumsrate der OECD
- Die Periode war gekennzeichnet durch ultra-akkomodative Geldpolitik
- Trotzdem verharrten Inflation und Inflations-erwartungen auf sehr tiefen Niveaus
- Die Obligationenmärkte verzeichneten eine starke Performance

SwissLife Asset Managers

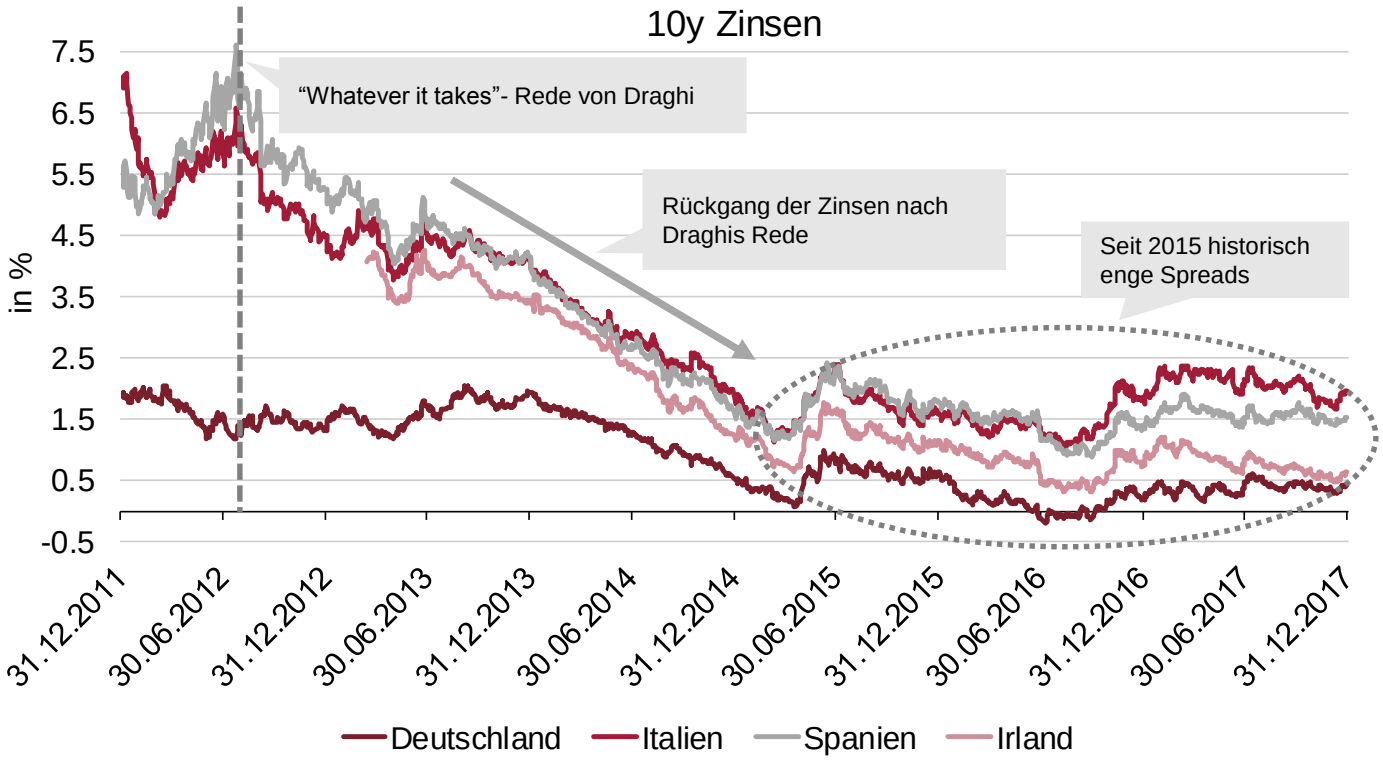
Die Volatilität ist über die letzten Jahre wieder auf das Vorkrisen-Niveau gefallen



Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

SwissLife Asset Managers

Der Einfluss der Zentralbanken ist unverkennbar, wie hier anhand der Zinsen der EUR Peripherie veranschaulicht



Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

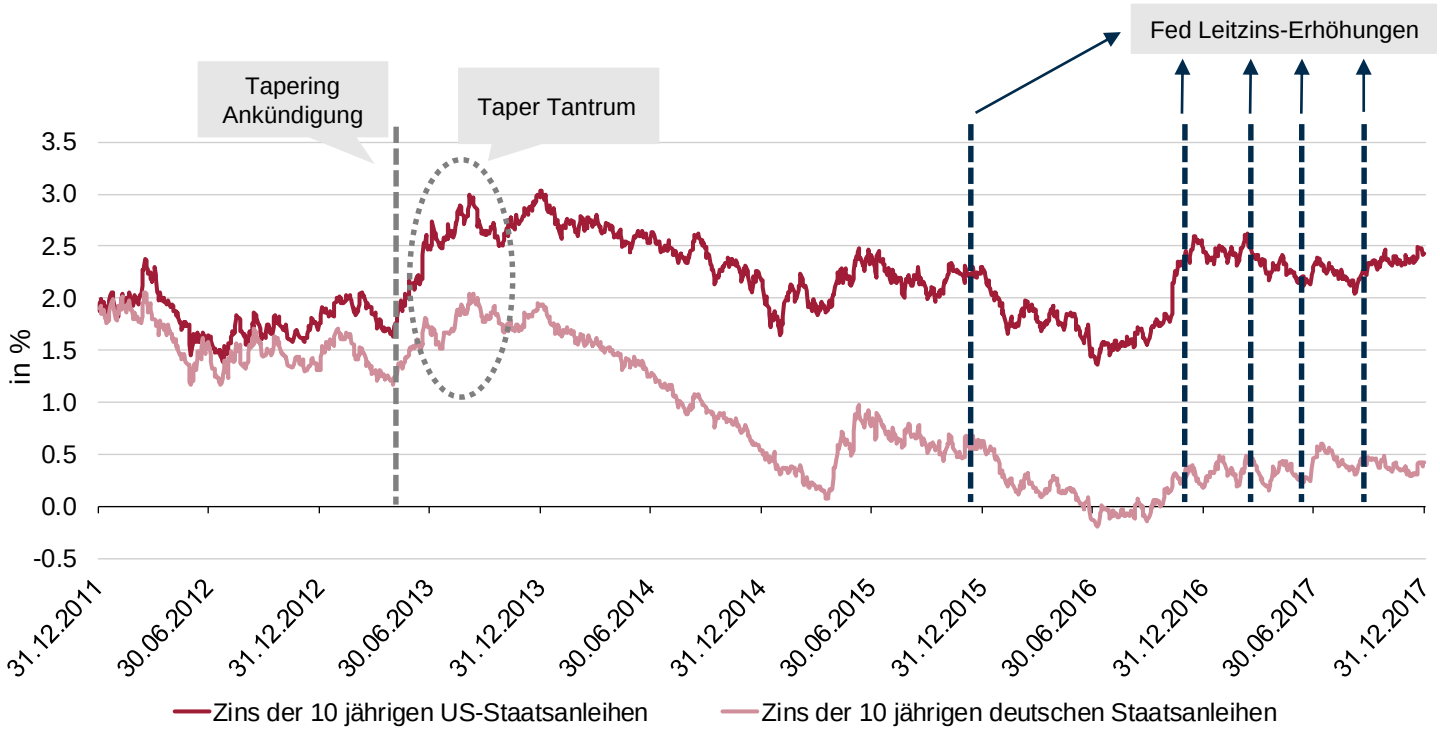
- Mit der berühmten «whatever-it-takes» Rede von Mario Draghi setzte die EZB dem Zinsanstieg in der europäischen Peripherie ein Ende
- Investoren wurden mit dem impliziten «Draghi-put» wieder in die Peripherieländer gelockt
- Sowohl die Zinsen wie auch die Peripherie-Spreads sanken in der Folge signifikant - trotz weiterhin hoher Verschuldung

SwissLife Asset Managers

Ausblick: Führt die anstehende Normalisierung der Geldpolitik zu einer Korrektur an den Märkten?

SwissLife
Asset Managers

Die „Tapering“-Ankündigung der Fed führte zu einem temporären Anstieg der Zinsen

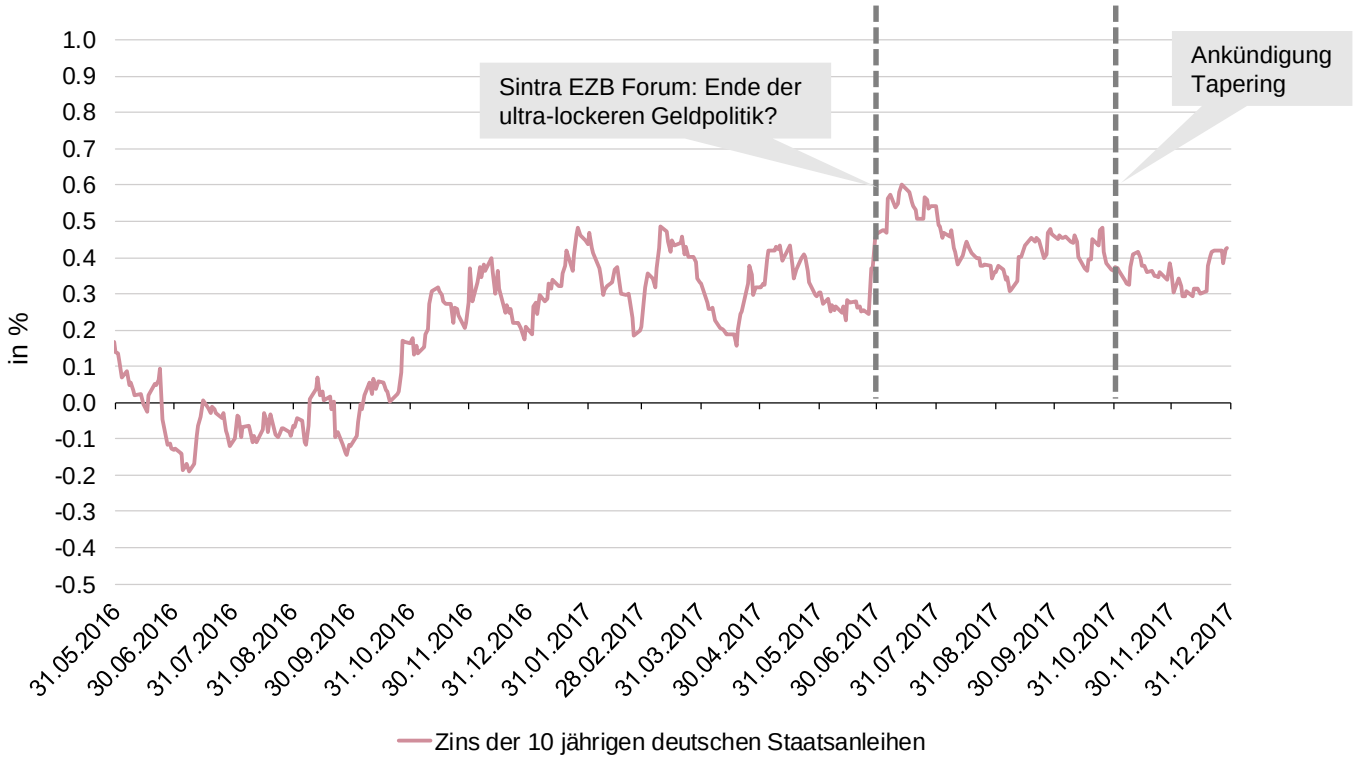


- Starke kurzfristige Reaktion auf die «Tapering» Ankündigung der Federal Reserve
- Langfristig verpuffte der Effekt und auch die Zinsschritte seit Dezember 2015 hatten keinen wesentlichen Einfluss auf das längere Ende der U.S. Zinskurve

Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

SwissLife Asset Managers

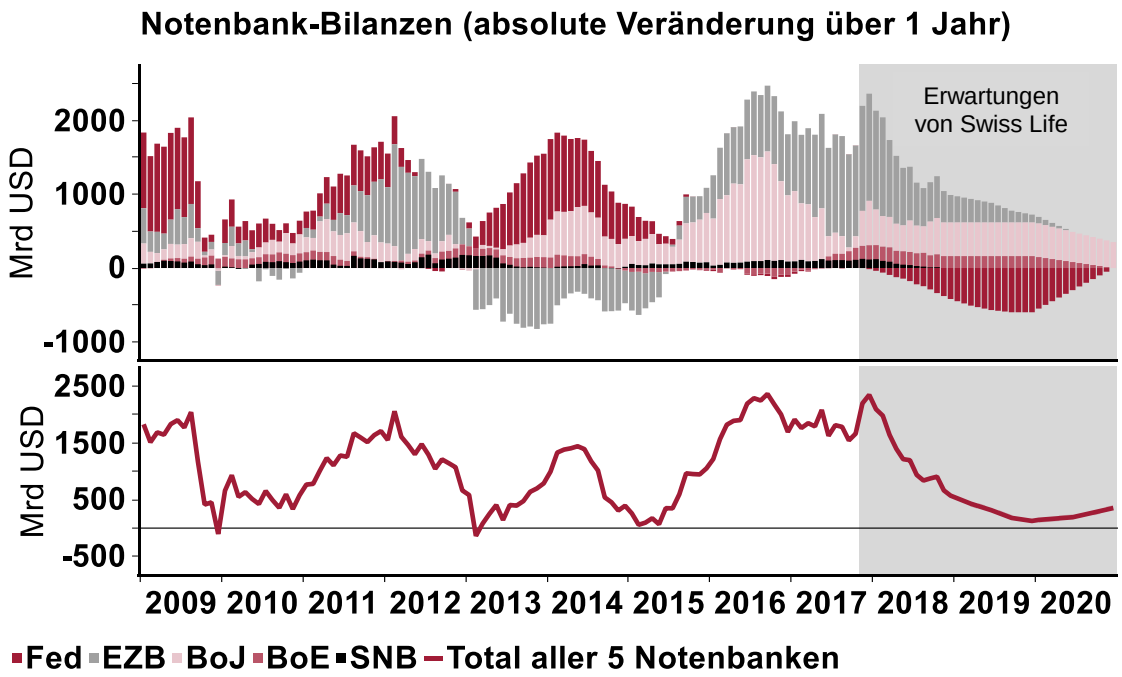
Auf der anderen Seite hatte die „Tapering“ Ankündigung der EZB so gut wie keine Auswirkung auf die Zinsen



Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

SwissLife Asset Managers

Der Höhepunkt der expansiven Geldpolitik ist erreicht

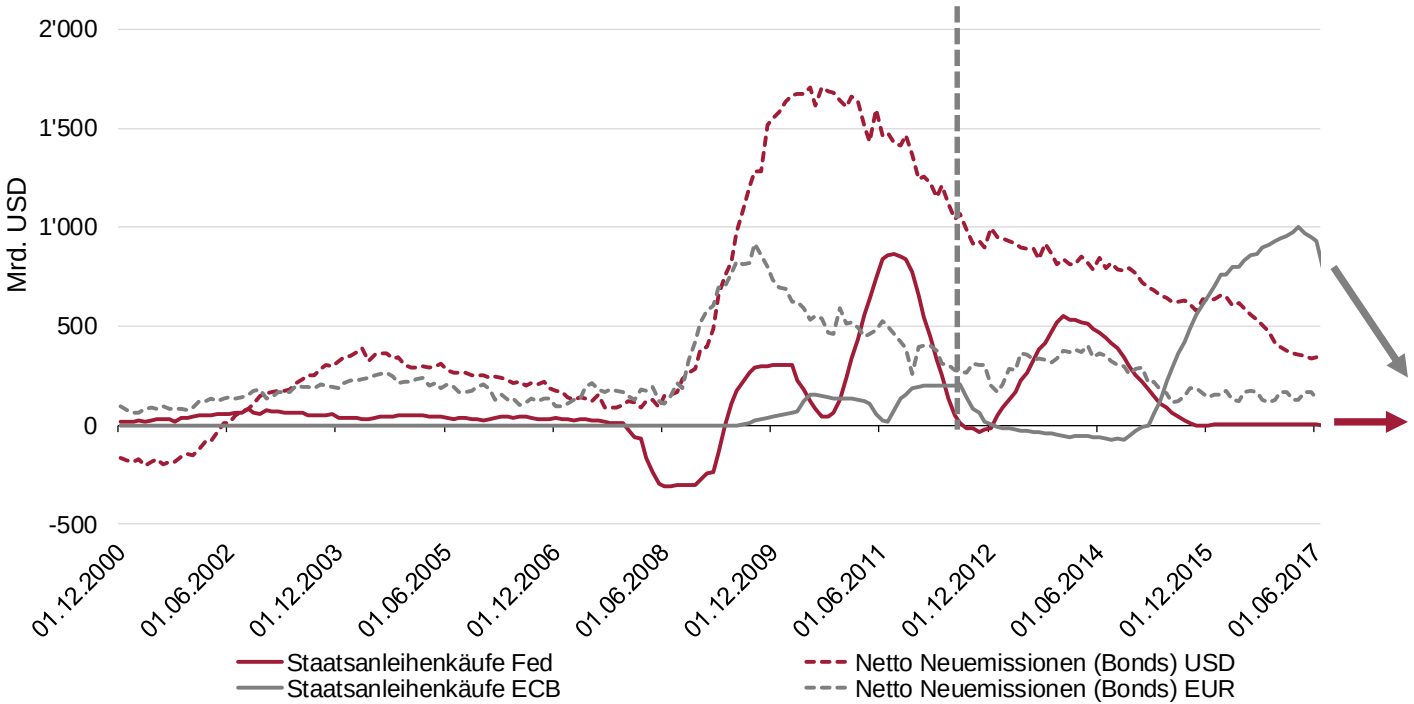


- Die Fed hat ihren Plan für die Bilanzreduktion bereits bekannt gegeben
- Die EZB hat an ihrer Oktober Sitzung die Anleihe-Kaufprogramme bei einem reduzierten Volumen von EUR 30 Mrd. pro Monat vorerst bis September 2018 verlängert.

Quelle: Bloomberg, Macrobond und Swiss Life, Stand 31.12.2017

SwissLife Asset Managers

Ein abruptes Ende der EZB Kaufprogramme hat das Potenzial, die Zinsen stark in die Höhe zu treiben

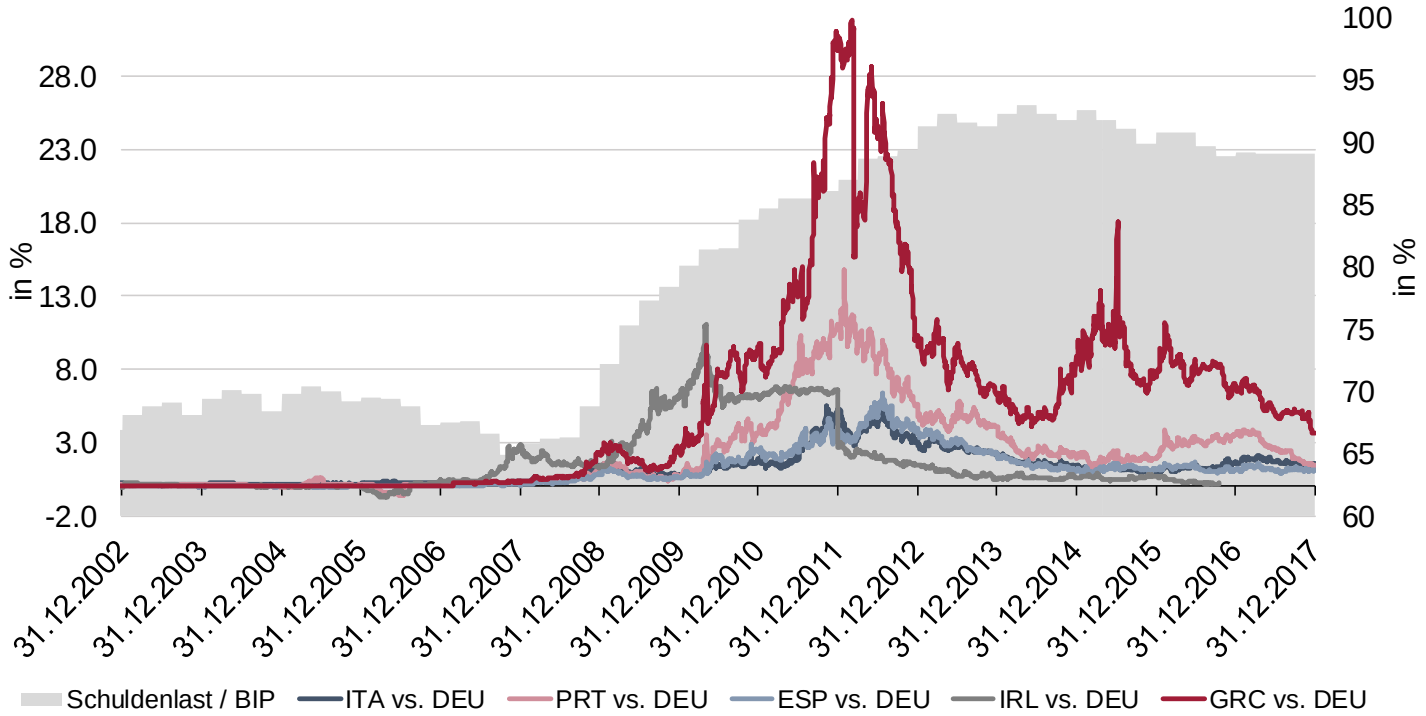


- Die EZB ist ein Key-Player auf dem europäischen Staatsanleihen Markt. Mitte 2017 hat die EZB mehr als das 7-fache Neuemissions-Volumen aufgekauft
- Spätestens im Q2 2018 werden wir erneut über das Ende der Kaufprogramme spekulieren. Wir erwarten erhöhte Volatilität
- Ein abruptes Ende der Kaufprogramme könnte die Zinsen in die Höhe treiben. Wir gehen jedoch von einer weiteren Verlängerung bis Juni 2019 bei einem Volumen von EUR 15 Mrd. pro Monat aus

Quelle: Deutsche Bank; Daten per 30.06.2017

SwissLife Asset Managers

Ein Ende im 2018 ist unwahrscheinlich – die EZB muss die Peripherie-Staaten weiterhin stützen



- Verschuldung in der Eurozone bleibt weiterhin hoch
- Die Schuldenlast ist asymmetrisch verteilt und einige Staaten könnten sich „faire“ Refinanzierungsraten nicht leisten
- Die EZB wird als Konsequenz auch weiterhin eine Art von „Draghi-Put“ aufrecht erhalten müssen

Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

SwissLife Asset Managers

Fazit

- Trotz Frankenschock entging die Schweizer Wirtschaft einer Rezession. Die deutlichsten Spuren hinterliess die Freigabe des Wechselkurses in der Bilanz der SNB, bei den Beschäftigungszahlen in der Industrie und im grenznahen Detailhandel.
- Nach der Finanzkrise und der Europäischen Staatsschuldenkrise konnten Investoren von einem attraktiven Marktumfeld profitieren. Dieses Umfeld war gekennzeichnet durch hohe Renditen und sinkende Volatilität.
- Wirtschaft und Finanzmärkte waren unterstützt durch eine weltweit ultra-lockere Geldpolitik, welche in einer starken Aufblähung der Zentralbank-Bilanzen resultierte.
- Die Normalisierung der Geldpolitik ist ein delikates Unterfangen und hat bereits begonnen. Die Märkte haben jedoch noch nicht signifikant darauf reagiert. Wir erwarten für 2018 ein herausforderndes Marktumfeld mit steigender Volatilität sowohl auf der Zins-, wie auch auf der Credit-Spread-Seite.
- Insbesondere einige europäische Peripheriestaaten sind weiterhin auf die EZB angewiesen. Aufgrund der nach wie vor hohen Schuldenlasten könnten sich diese auch heute keinen «fairen» Marktzins leisten. Die EZB wird sich deshalb gezwungen sehen, den «Draghi-Put» längerfristig aufrecht zu erhalten.

Appendix

SwissLife
Asset Managers

Prognosen im Basiszenario im Vergleich zur Konsensuserwartung

	BIP Wachstum 2018				*BIP Wachstum 2019*				*Inflationsrate 2018*				*Inflationsrate 2019*			
	Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus	
USA	2.5%	(=)	2.5%	(=)	1.9%	(=)	n.a.	n.a.	2.3%	(=)	2.1%	(=)	2.0%	(=)	n.a.	n.a.
Eurozone	1.9%	(=)	2.1%	(+)	1.2%	(=)	n.a.	n.a.	1.2%	(=)	1.4%	(+)	1.3%	(=)	n.a.	n.a.
Japan	1.6%	(+)	1.3%	(=)	1.1%	(=)	n.a.	n.a.	0.5%	(+)	0.8%	(=)	0.4%	(=)	n.a.	n.a.
Vereinigtes Königreich	1.2%	(+)	1.5%	(+)	1.0%	(+)	n.a.	n.a.	2.5%	(+)	2.6%	(=)	2.0%	(=)	n.a.	n.a.
Schweiz	1.9%	(=)	1.9%	(+)	1.3%	(=)	n.a.	n.a.	0.6%	(=)	0.7%	(=)	0.8%	(=)	n.a.	n.a.

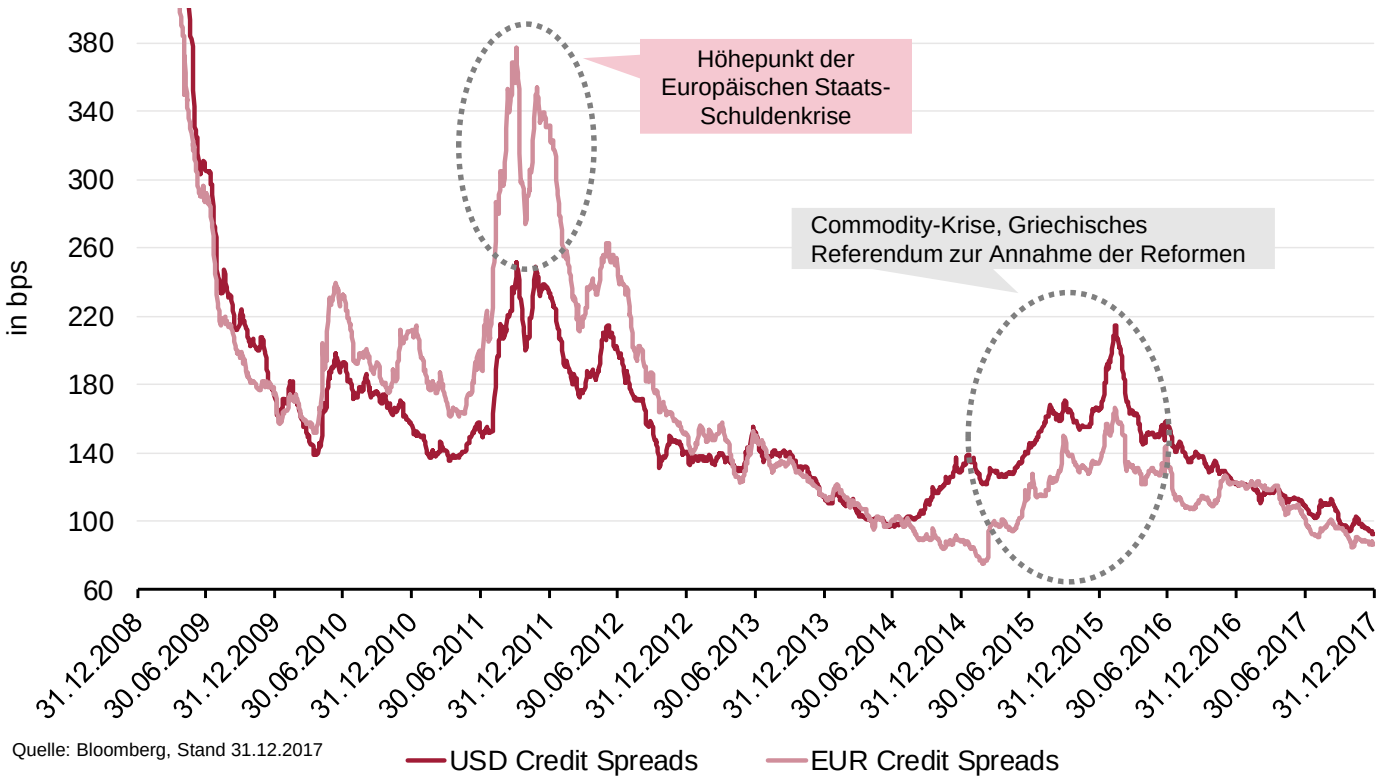
Durchschnittliche Jahresveränderungsraten - In Klammern: Prognoseänderung zum Vormonat
Quelle für Konsensus: Consensus Economics, London; 4. Dezember 2017

SwissLife Asset Managers

Wege zum Schuldenabbau

Konzept	Einschätzung 2018
Aus den Schulden wachsen	Unwahrscheinlich aufgrund der Demografie
Austerität	Politische Bereitschaft in Europa ist erschöpft
Starker Inflationsschub	Unwahrscheinlich angesichts von Globalisierung, Demografie und laufendem Refinanzierungsbedarf
Schuldenschnitt	Plausibles Szenario (z.B. Griechenland)
Finanzielle Repression	Attraktivste Lösung für Entscheidungsträger in demokratischen Staaten

Mit Ausnahme einiger „risk-off“ Episoden engten sich die Credit Spreads in der letzten Dekade deutlich ein



Quelle: Bloomberg, Stand 31.12.2017

SwissLife Asset Managers

Kurz-CVs

- ***Marc Brütsch*** *bekleidet seit März 2000 die Funktion des Chief Economist von Swiss Life Asset Managers. Er ist seit 1993 bei Swiss Life tätig. In den Jahren 1996 und 1997 lebte und arbeitete er in England. Anschliessend übernahm er die Verantwortung für die Konjunkturanalyse als Grundlage der gruppenweiten Anlageentscheide bei Swiss Life. Marc Brütsch studierte Nationalökonomie und Publizistikwissenschaften an der Universität Zürich.*

- ***Daniel Rempfler*** *ist seit Januar 2017 Head of Fixed Income Switzerland für das Drittkundengeschäft von Swiss Life Asset Managers. Seit 2011 war er zuerst auf Versicherungs- und später auf Drittkundenseite als Portfolio Manager für die Verwaltung von Obligationenportfolios verantwortlich. Zuvor war er in ähnlichen Funktionen bei der SNB und der Weltbank tätig. Daniel Rempfler hat an der Universität St. Gallen BWL mit Vertiefung Finanzen und Kapitalmärkte studiert.*

SwissLife Asset Managers

Disclaimer

- **Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department Swiss Life Asset Management AG Zürich**
- Wir stützen uns in der Erstellung unserer Beurteilungen, Einschätzungen und 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.

SwissLife Asset Managers