

Mai 2019

Kernaussagen

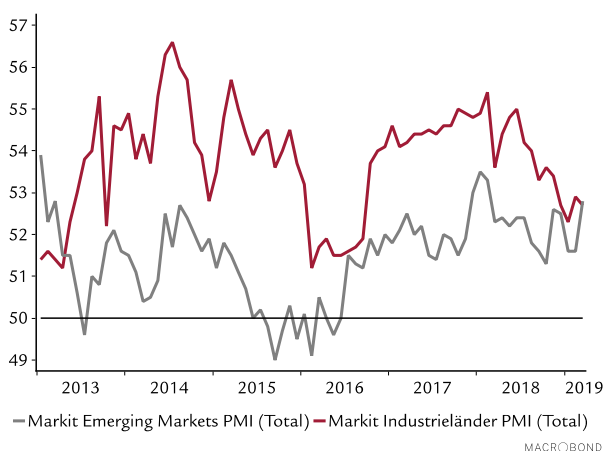
- Die Inversion der US-Zinskurve sorgte für Schlagzeilen, die Rezessionsrisiken sind nach wie vor gering
- Daten aus China zeigen, dass die Konjunkturmassnahmen nun in der Realwirtschaft ankommen
- Die schwächelnde Dynamik in der Eurozone dürfte sich durch die verbesserte Auslandsnachfrage erholen

Prognosevergleich

	2019 BIP-Wachstum		2020 BIP-Wachstum		2019 Inflation		2020 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	2.3%	2.4%	1.8% ↑	2.0%	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%
Eurozone	1.1% ↓	1.1% ↓	1.2% ↑	1.3% ↓	1.4%	1.3%	1.6%	1.4% ↓
UK	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%
Schweiz	1.0%	1.2% ↓	1.4%	1.5%	0.7% ↑	0.6%	0.8%	0.8% ↓
Japan	0.6% ↓	0.6% ↓	0.4%	0.5% ↑	0.7% ↓	0.6% ↓	1.1% ↓	1.0%
China	6.2%	6.2%	6.0%	6.1%	2.2%	2.1%	2.2%	2.1%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 08.04.2019

Grafik des Monats



Der Einkaufsmanagerindex (PMI) – der breiteste konjunkturelle Frühindikator – für die Schwellenländer schloss erstmals seit 2013 wieder zu dem der Industrieländer auf. Der wichtigste Treiber des Aufwärtstrends in den Schwellenländern ist China, wo das verarbeitende Gewerbe wieder auf Wachstumskurs kam. Es verzeichnete einen PMI von 50.8 Punkten und lag damit über dem neutralen Niveau von 50 Punkten, das Expansion und Kontraktion trennt. Dies deutet darauf hin, dass sich die schwächelnde chinesische Wirtschaft angesichts der durchgesetzten staatlichen Konjunkturmassnahmen zu stabilisieren begonnen hat, was dann eine Erholung der PMI in anderen Schwellenländern ausgelöst hat, insbesondere in Asien.

USA

Wer hat Angst vor der Zinskurve?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.3 %	2019: 2.4 %
2020: 1.8 %	2020: 2.0 %

Kürzlich sorgten nicht die veröffentlichten Konjunkturdaten für Schlagzeilen, sondern die Umkehrung der US-Zinskurve. Erstmals seit der Finanzkrise fiel die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen unter jene 3-monatiger Treasury Bills. Wie wir aus der Zinskurvenstruktur, aber auch aus aktuellen Geldmarktpreisen schliessen, erwarten die Anleger, dass das Fed die Zinsen zwei Jahre lang senken wird, was auf eine Rezession oder zumindest einen schweren Konjunkturreinbruch hindeutet. Eine Umkehrung der Zinskurve war schon oft ein zuverlässiges Warnsignal für eine Rezession. Zwar meinen viele, das Signal könnte diesmal durch das starke Engagement der Zentralbanken am Anleihenmarkt verzerrt sein, doch man sollte es ernst nehmen. Dennoch gibt es starke Verzögerungen: In den letzten zwei Zyklen vergingen von der ersten Umkehrung bis zur Rezession bis zu zweieinhalb Jahre, in denen die Wirtschaft solide wuchs und die Aktienmärkte stiegen. Die Fed scheint sich, anders als in den letzten beiden Zyklen, der Risiken bewusst zu sein und kündigte eine Pause (in unserer Lesart sogar das Ende) der Zinserhöhungen an, sodass die Expansion noch länger andauern könnte. Letzteres zeigt sich in einer leichten Aufwärtskorrektur unserer BIP-Prognose für 2020 von 1,5% auf 1,8%. Daher halten wir das kurzfristige Rezessionsrisiko für gering, was sich mit den jüngsten Daten deckt, die eine robuste Konjunktur und eine positive Unternehmer- und Konsumentenstimmung zeigen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.9 %	2019: 1.8 %
2020: 2.2 %	2020: 2.2 %

Die jüngsten US-Inflationszahlen überraschten negativ, aber wir halten an unserer leicht über dem Konsens liegenden Prognose von 1.9% für 2019 fest. Erstens schlägt sich der deutliche Anstieg des Ölpreises noch nicht vollständig in der Inflation nieder und die Kerninflation wurde durch spezifische Faktoren (Preisrückgänge bei Bekleidung und Gebrauchtwagen) gebremst, die sich als vorübergehend erweisen könnten.

Eurozone

Sehr uneinheitliche Daten

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.1 %	2019: 1.1 %
2020: 1.2 %	2020: 1.3 %

Anfang 2019 war unsere BIP-Wachstumsprognose der Eurozone 2019 noch viel vorsichtiger als die der meisten unserer Mitbewerber oder der OECD oder des IWF. Inzwischen hat der zunehmende Pessimismus aber zu einer deutlichen Abwärtskorrektur vieler Prognosen geführt. Unsere eigene Prognose ist also vorerst zur Konsensmeinung geworden. Letzten Monat schrieben wir, in der Eurozone sei das Schlimmste wohl vorbei. Die eingehenden Daten deuten jedoch darauf hin, dass es noch zu früh ist, um den Rückgang der Wirtschaftsdynamik für beendet zu erklären. Die anhaltende Schwäche der PMI für das verarbeitende Gewerbe in Deutschland und Italien zeigt, dass der Abschwung in dieser Branche ausgeprägter ist als bisher angenommen und dass die vielfältigen Belastungen für die deutschen Automobilhersteller länger anhaltende Auswirkungen auf die gesamte Lieferkette haben. Vor allem scheint sich der Handelsstreit mit der US-Regierung zu verschärfen und die Investitionsentscheidungen der Unternehmen zu belasten. Daher besteht ein gewisses Ansteckungsrisiko für die deutsche Binnenwirtschaft, die sich dank der günstigen finanziellen Bedingungen und des angespannten Arbeitsmarkts bisher sehr gut entwickelt hat. Bessere Anzeichen einer dynamischen Konjunktur zeigen sich in Form von robusten PMI für das verarbeitende Gewerbe in Ländern wie Spanien oder Griechenland sowie einer breit angelegten Verbesserung der Unternehmerstimmung in Frankreich.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.4 %	2019: 1.3 %
2020: 1.6 %	2020: 1.4 %

In der Eurozone blieb die Inflation, besonders die Kerninflation, trotz stärkerem Lohnwachstum und überraschend schwach. Der Inflationsbericht für März könnte 2019 durch den späten Ostertermin verzerrt sein, der zu einer gewissen Umkehrung in den April-Daten führen könnte. Wir erwarten jedoch nicht, dass die Kerninflation vor dem Schlussquartal 2019 auf über 1% steigt.

UK

Temporäre Splendid Isolation

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.3 %	2019: 1.3 %
2020: 1.3 %	2020: 1.5 %

Anders als anderswo hat sich die Wirtschaftsdynamik in Grossbritannien 2019 nicht weiter abgekühlt. Die monatlichen BIP-Schätzungen bis Februar deuten darauf hin, dass die Wirtschaft im ersten Quartal 2019 um 0.3% wuchs, etwas stärker als im Vorquartal. Die eingehenden Daten sind in allen Sektoren solide, vom Einzelhandel bis zum verarbeitenden Gewerbe, was auch dem Arbeitsmarkt zugutekommt. Auf den ersten Blick erscheint dies angesichts der nervenaufreibenden Brexit-Debatte unlogisch. Doch offenbar schirmen die Brexit-Sorgen die britische Wirtschaft vor dem konjunkturellen Gegenwind ab, der die exportabhängigen europäischen Volkswirtschaften belastet. Dieser Vorteil könnte sich jedoch als flüchtig erweisen. Dem PMI zufolge stiegen die Vorräte im verarbeitenden Gewerbe jüngst auf Rekordhöhen, weil für den Fall eines harten Brexit Notmassnahmen ergriffen wurden. Höchstwahrscheinlich wird es in den kommenden Monaten zu einer Trendwende kommen, die zu einer moderaten Dynamik im verarbeitenden Gewerbe führen wird.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.9 %	2019: 2.0 %
2020: 2.0 %	2020: 2.1 %

Wir halten die Gefahr eines harten Brexit für gering, sodass eine Abwertung des Pfunds 2019 unwahrscheinlich ist, was die Importpreise in Schach halten dürfte. Zuletzt haben wir die Trends bei der Inflation überschätzt. Die Aufwertung des Pfunds seit Jahresbeginn, aber auch die begrenzte Preissetzungsmacht im Einzelhandel könnten den gedämpften Inflationsdruck erklären. Angesichts tendenziell steigender Energiepreise dürfte die Gesamtinflation bis Mitte 2019 über 2% steigen. Wie anderswo erwarten wir für März und April verzerrte Daten. Aufgrund des späten Ostertermins sind im März eine geringe Teuerung und im April dafür starke Preissteigerungen bei den Tourismuskomponenten zu erwarten.

Schweiz

Ein lang erwarteter Rückgang

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.0 %	2019: 1.2 %
2020: 1.4 %	2020: 1.5 %

Der Schweizer PMI für das verarbeitende Gewerbe fiel im März deutlich von 55.4 auf 50.3 Punkte. Dies war der grösste monatliche Rückgang seit Beginn der Finanzkrise im November 2008. Das deutlich tiefere Niveau des PMI entspricht eher früheren Signalen aus anderen Umfragen, die als Frühindikatoren zuverlässiger sind, vor allem der vierteljährlichen Erhebung von Swissmem zu den Auftragseingängen und der Konjunkturumfrage der Denkfabrik KOF. Interessanterweise deutet letztere darauf hin, dass sich die Erwartungen der Unternehmen an die Auftragseingänge der nächsten drei Monate im März stabilisiert haben, nachdem sie seit Februar 2018 jeden Monat gesunken waren. Es ist deshalb nicht nötig, unsere Prognose für das laufende Jahr zu revidieren. Die Tatsache, dass sich der Franken auf handelsgewichteter Basis nicht aufgewertet hat, und die ermutigenden Anzeichen für eine wachsende Dynamik in den Schwellenländern begrenzen die Rezessionsrisiken trotz des ausgeprägten Abschwungs in der benachbarten Eurozone.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.7 %	2019: 0.6 %
2020: 0.8 %	2020: 0.8 %

Letzten Monat veröffentlichte die SNB ihre vierteljährlich aktualisierte bedingte Inflationsprognose. Danach wird die Gesamtinflation unter den derzeitigen geldpolitischen Bedingungen bis Ende 2021 nicht über 1.5% steigen. Zwischen den Zeilen könnte man folgern, dass die SNB die Negativzinsen auf absehbare Zeit nicht abschaffen wird. Wir halten das Risiko eines anhaltenden Inflationsanstiegs sowohl in der Schweiz als auch in anderen Industrieländern weiterhin für begrenzt, sodass die Zinsen tief bleiben dürften. Heizöl und Kraftstoffe werden aufgrund der seit Jahresbeginn gestiegenen Preise für Rohöl in diesem Jahr stärker zur Inflation beitragen als angenommen. Daher erhöhen wir die Inflationsprognose für 2019 von 0.6% auf 0.7%.

Japan

Immer noch schlechte Stimmung

Wie Europa ist Japan von der globalen Abschwächung der Industriekonjunktur betroffen, die auf eine sinkende Auslandsnachfrage aus China zurückzuführen ist. Bei Redaktionsschluss lagen keine Daten für März vor, aber die Industrieproduktion, die Maschinenbestellungen und das Exportvolumen dürften im Q1 2019 weiter rückläufig sein. Konsum und Investitionen zeigten sich robust, doch das rückläufige Importvolumen deutet auch auf Risiken für die Binnennachfrage hin. Anders als in Europa deuteten die japanischen Umfragen auf keine Stabilisierung hin, auch wenn die jüngsten Frühindikatoren für China eine Besserung andeuten. Inflationsdruck ist weiterhin kaum zu erwarten, zumal wir mit einer Aufwertung des japanischen Yen rechnen. Die Bank of Japan hat nur begrenzten Spielraum für Lockerungsmassnahmen und in den nächsten zwei Jahren dürfte das Heft des Handelns auf die Finanzpolitik übergehen.

China

Stabilisierung setzt sich fort

Der Einkaufsmanagerindex-(PMI) stieg im März über die 50-Punkte-Expansionsmarke: Der offizielle NBS PMI lag bei 50.5 Punkten, gegenüber 49.2 Punkten im Februar. Der Wert widerspiegelt v. a. eine anziehende Inlandsnachfrage, wobei die Auslandsnachfrage, gemessen an neuen Exportaufträgen, ebenfalls zulegte, aber im Kontraktionsbereich blieb. Die Erholung zeigt ein besseres Klima, v. a. bei kleineren Unternehmen, bedingt durch gelockerte Finanzierungsbedingungen und unerwartet starke Steuersenkungen zur Ankerbelegung der schwächelnden Wirtschaft. Auch Chinas die Kreditvergabe verbesserte sich stärker als erwartet, was auf eine anhaltende Stabilisierung hindeutet. Doch damit sich die Erholung fortsetzt, kommt es auf eine Einigung im Handelsstreit USA-China an. Da es offenbar schwierig ist, sich auf spezifische Massnahmen zur Lösung eher struktureller Probleme zu einigen, könnten sich die Verhandlungen noch länger hinziehen.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
@f_boucard

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 obenstehend 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.

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

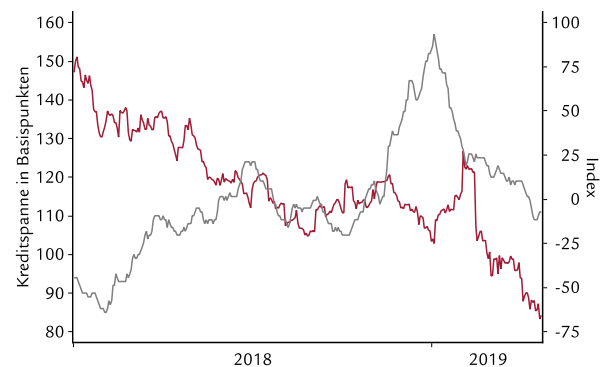
Schweiz

- 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

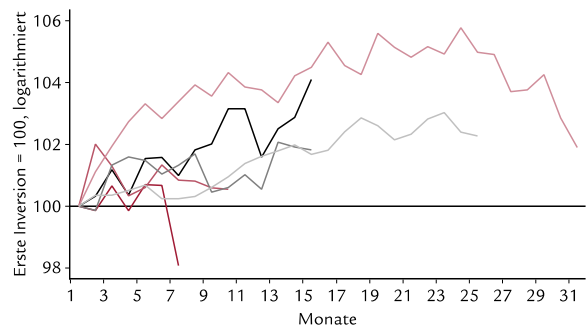
- In der Schweiz haben Small Caps wie auch Large Caps in 2019 bisher eine starke Performance gezeigt
- Zudem haben Schweizer Aktien während der Verkaufswelle im Q4 2018 ihre defensive Stärke ausgespielt und sich besser entwickelt als andere Märkte. Schweizer Aktien sind eine solide Anlage und daran dürfte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

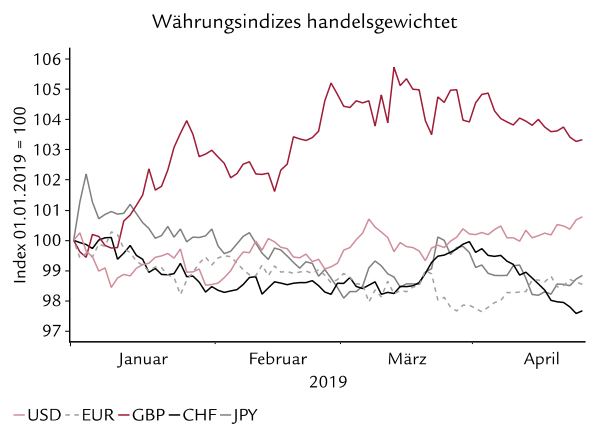
Schweiz

- 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.

Asset Allocation

In den Spätzyklus investieren

Zusammenfassung

- Wir rechnen bei Staatsanleihen noch für längere Zeit mit tiefen Renditen. Auf dem derzeitigen Niveau sind die Anleiherenditen recht unattraktiv
- Aktien sind nach wie vor attraktiv und nicht so teuer, wie nach der starken Rally seit Jahresbeginn zu vermuten wäre. Allerdings bevorzugen wir defensive Aktienstrategien

Zinsen und Anleihen

- Obschon sich die Renditen von Staatsanleihen von ihren jüngsten Tiefstständen etwas erholt haben, gehen wir von einem weiterhin schwachen (USD) oder gar negativen (EUR und CHF) Carry aus
- Dennoch dienen Anleihen mit langer Restlaufzeit allgemein zur Diversifikation unserer Portfolios
- Die flache Zinskurve von US-Staatsanleihen hat den Renditevorteil langfristiger Anleihen aufgehoben. Wir bevorzugen daher eine Position mit kurzer Duration
- Nach der jüngsten Rally bei Unternehmensanleihen sind die Kreditaufschläge unter ihren fünfjährigen Durchschnitt gefallen, was die Attraktivität dieser Anlageklasse ebenfalls schmälert

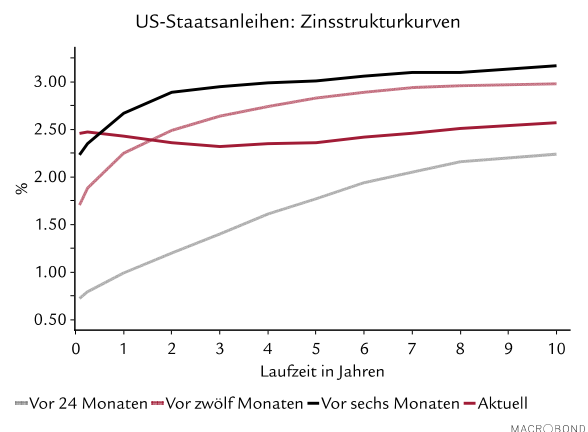
Aktien

- Trotz der beeindruckenden Rally seit Jahresbeginn halten wir Aktien nicht für teuer. Das geschätzte Forward-KGV des MSCI World Index betrug bei Redaktionsschluss 16.7
- Die Rally wird nach wie vor durch verschiedene Faktoren gestützt, vor allem durch den Mangel an Alternativen, aber auch dadurch, dass das Aktienengagement vieler Anleger noch immer zu gering ist. Kursrückschläge werden daher von Investoren weiterhin zu Zukäufen genutzt
- Angesichts der späten Phase des Konjunkturzyklus sind wir in defensiv strukturierte Portfolios investiert

Konsequenzen für das Portfolio

- Der Carry ist zwar nicht die Hauptmotivation, Staatsanleihen zu halten, doch deren Diversifikationsfunktion garantiert ihnen einen Platz in unseren Portfolios
- Bei Unternehmensanleihen bleiben wir angesichts der engen Kreditaufschläge bei unserer Untergewichtung. Dies kostete uns 2019 eine gewisse Performance, aber wir senken so das Risiko von Liquiditätsproblemen, sollten die Märkte korrigieren
- Wir bleiben bei Aktien positiv und favorisieren minimale Volatilität und abgesicherte Strategien, damit bei Rückschlägen ein gewisses Polster bleibt

Die US-Zinskurve ist nun flach



Die US-Zinskurve hat sich abgeflacht – ein Zeichen dafür, dass wir uns in der Spätphase des Konjunktur- und Marktzyklus befinden. Eine Rezession ist 2019 und 2020 zwar nicht unser Hauptszenario, doch wir raten zu einer defensiven Positionierung, denn die Rezessionsdebatte wird sich wohl verschärfen. Wir nutzen Staatsanleihen und defensive Aktienstrategien als wichtige Bausteine für eine defensive Positionierung und haben das Engagement in Unternehmens- und High-Yield-Anleihen begrenzt.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@swisslife.ch



Tatjana Xenia Puhan
Head Multi Asset & Equity
tatjana.puhan@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 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.