SwissLife
Asset Managers

Medienfrühstück
Konjunktur und Finanzmärkte am Wendepunkt

29.08.2018

Marc Brütsch, Chief Economist
Daniel Rempfler, Head of Fixed Income Switzerland
Tatjana Xenia Puhan, Head Equity & Multi Asset

Agenda

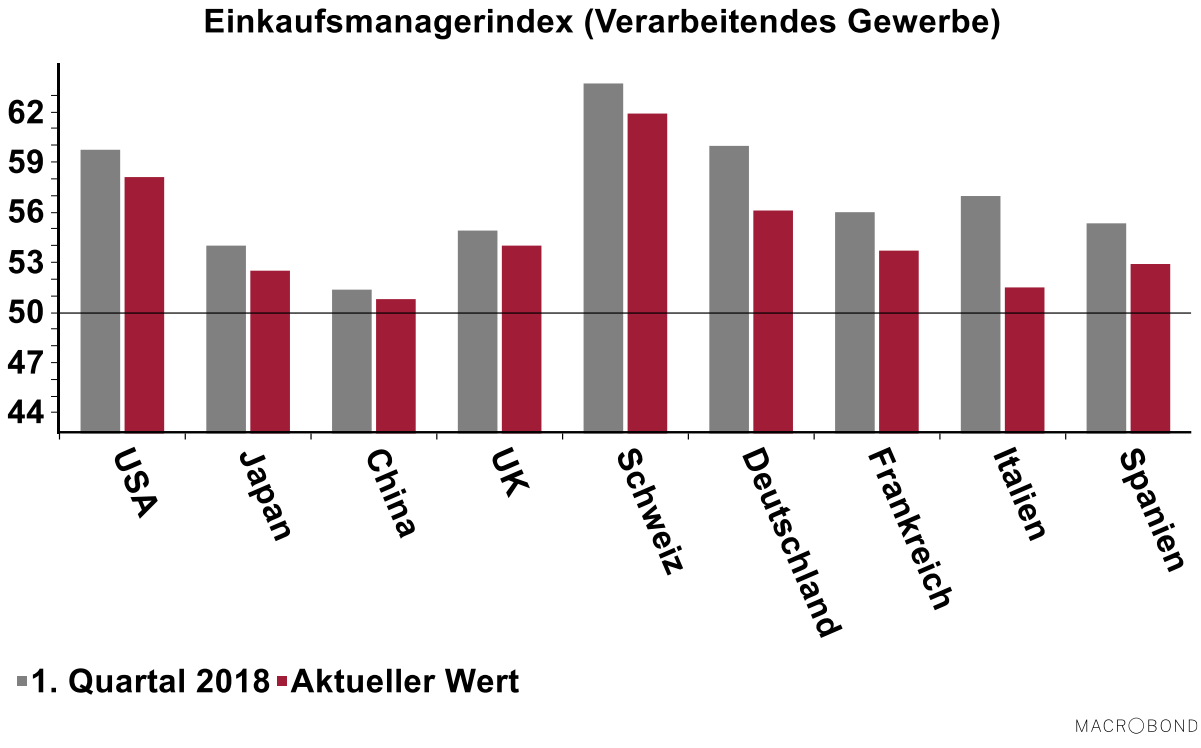
- **Angekommen am zyklischen Wendepunkt: Konjunktureinschätzung**
  Marc Brütsch, Chief Economist
  - Weniger Wachstum, mehr Inflation
  - Rezessionsrisiken in den USA?
- **Fixed Income: Anspruchsvolle Zeiten – unser Blick auf das Sorgenbarometer**
  Daniel Rempfler, Head of Fixed Income Switzerland, TPAM
  - Starke Wirtschaft und höhere Risiken halten sich in etwa die Waage
  - Ausblick Unternehmensanleihen bis Ende Jahr vorsichtig positiv
- **Wie anlegen in Zeiten höherer Unsicherheit und negativer Realzinsen?**
  Dr. Tatjana Xenia Puhan, Head Multi Asset & Equity, TPAM
  - Risikoreiche Vermögenswerte noch immer attraktiv, aber mit höherer Unsicherheit
  - Auswirkungen auf Anlageportfolios
- **Fazit / Q&A‘s**

Angekommen am zyklischen Wendepunkt: Konjunktureinschätzung

Marc Brütsch, Chief Economist

SwissLife
Asset Managers

Am Wendepunkt: Der synchrone Aufschwung der Weltwirtschaft verliert an Tempo

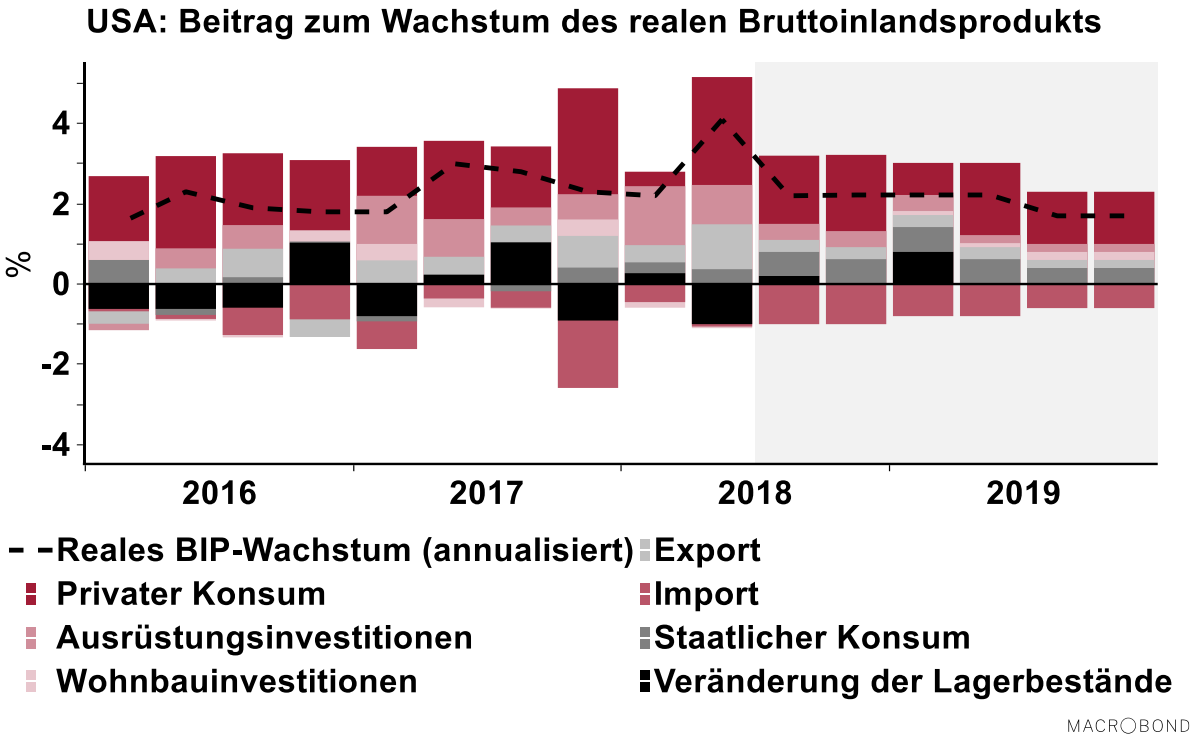


Lesebeispiel:
Werte über 50 = Expansion

- USA: Prozyklische Impulse der Fiskalpolitik verlängern den Aufschwung
- Schweiz:
  - Hohe Abhängigkeit der Industrie vom Gang der Weltwirtschaft
  - Wechselkursentwicklung als zusätzliche Belastung
  - Prognose EUR/CHF Ende 2018: 1.15

SwissLife Asset Managers

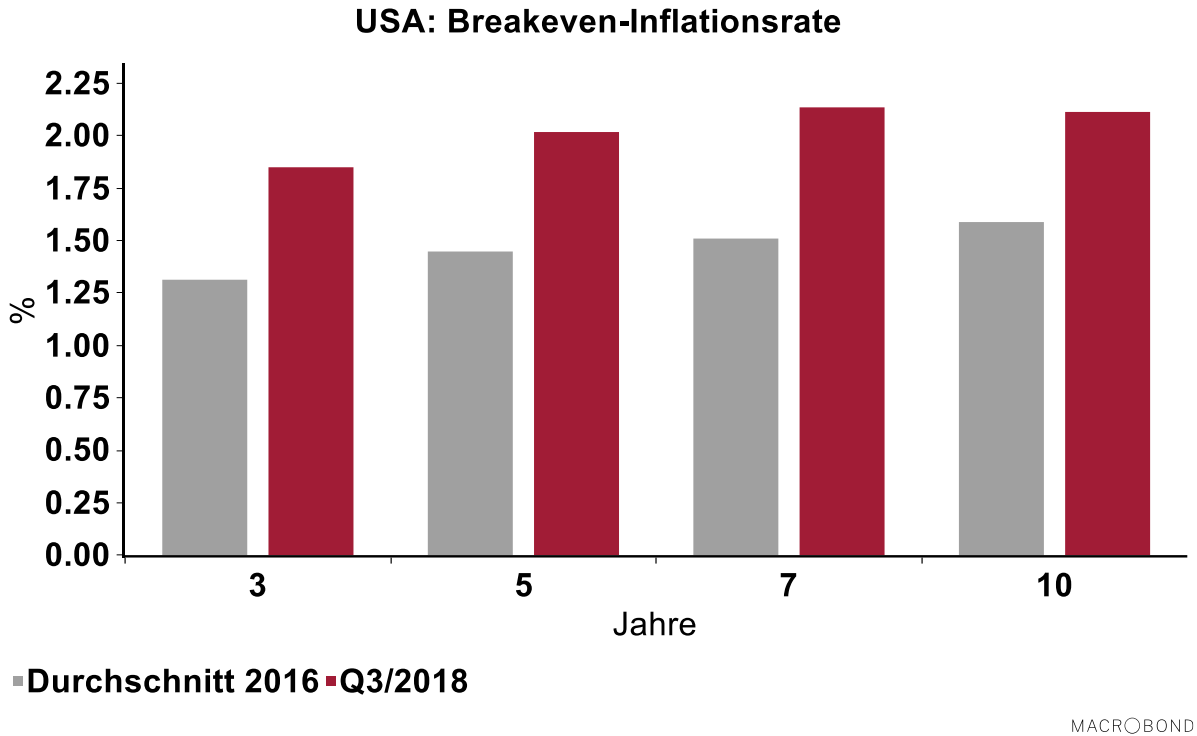
USA: Qualität des Wachstums verschlechtert sich zulasten des Privatsektors



- Die privaten Konsum- und Investitionsausgaben waren der wichtigste Wachstumstreiber der vergangenen Quartale
- Mit dem geplanten Fiskalpaket wird sich die Zusammensetzung des BIP ändern
- Hoher Mittelbedarf des Bundeshaushalts dürfte zu «Crowding-Effekten» führen

SwissLife Asset Managers

USA: Weniger Wachstum, mehr Inflation

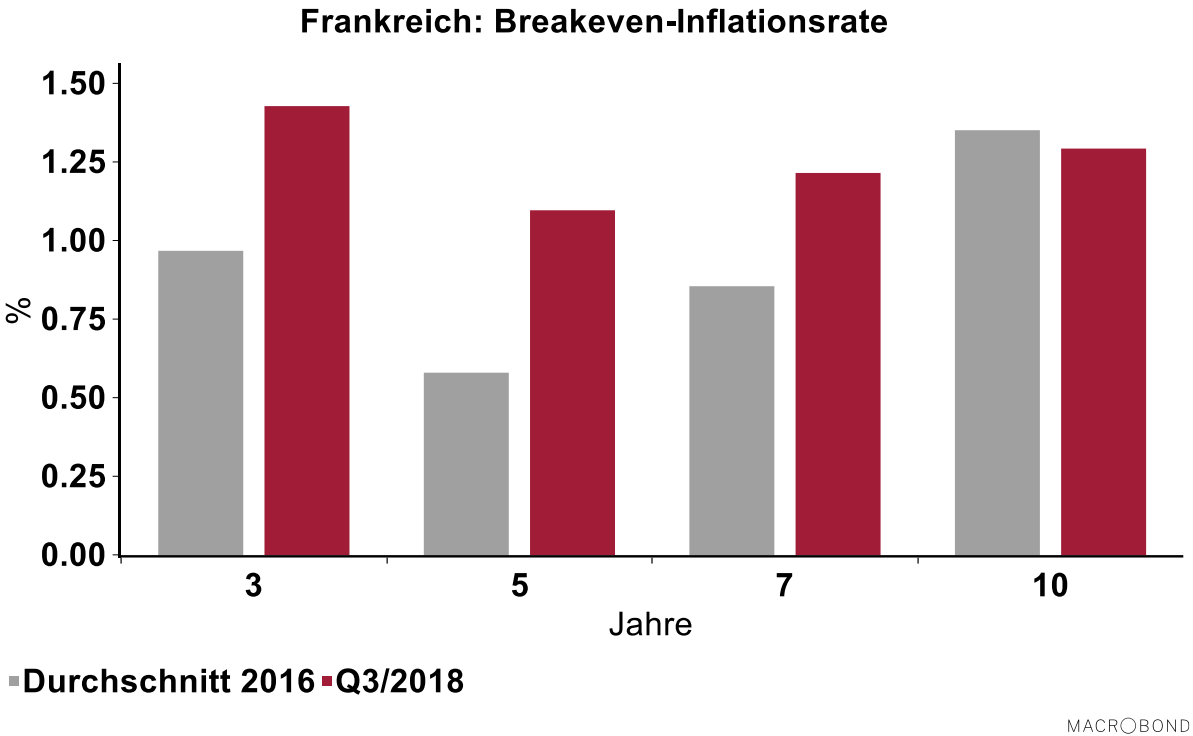


Befund USA:

- Entsprechend der jüngst beobachteten Entwicklung der realisierten Inflation erhöhte sich auch die aus den inflationsgeschützten Anleihen abgeleitete langfristige Inflationserwartung
- Die Erwartungen zur Inflation bleiben aber um 2% verankert
- Prognose (USA)
  Swiss Life Asset Managers
  - 2018: 2.5%
  - 2019: 2.1%

SwissLife Asset Managers

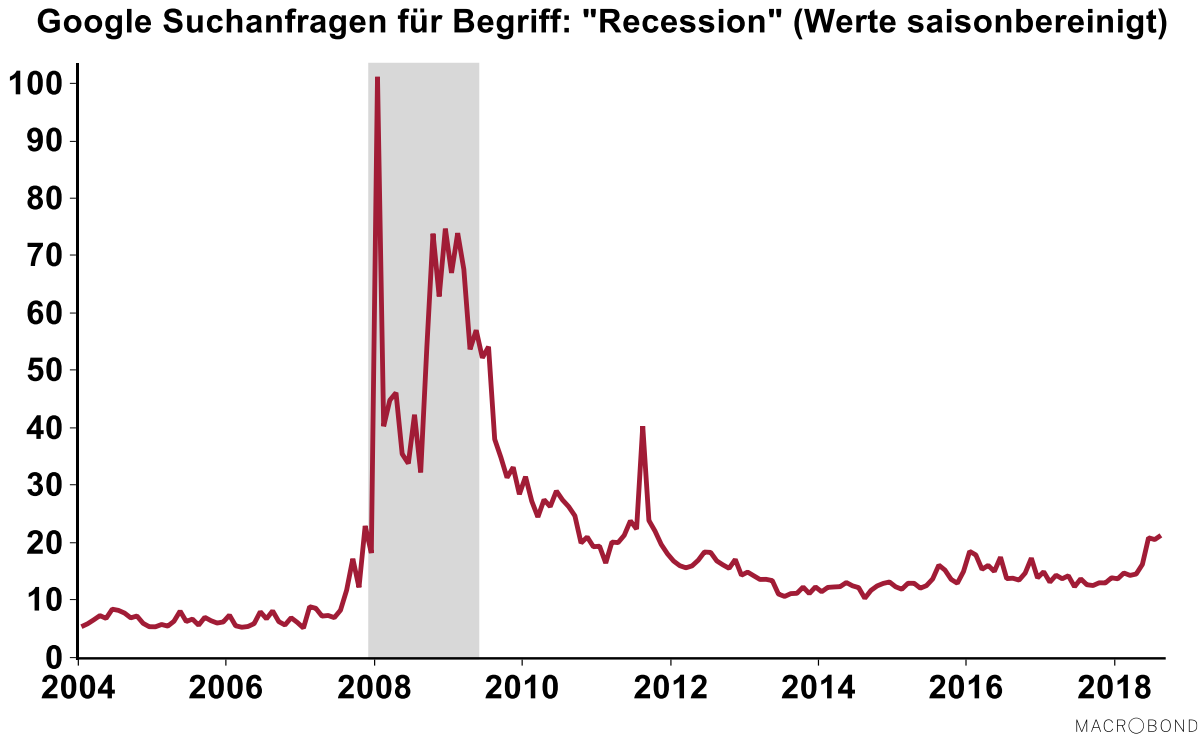
Eurozone: Entwicklung analog der USA



Befund Eurozone:

- Die aus inflationsgeschützten Anleihen abgeleitete Inflationserwartung normalisierte sich im Zuge des synchronen Aufschwungs der Weltwirtschaft
- Die Deflationsgefahr ist gebannt
- Prognose (Eurozone) Swiss Life Asset Managers
  - 2018: 1.8%
  - 2019: 1.7%

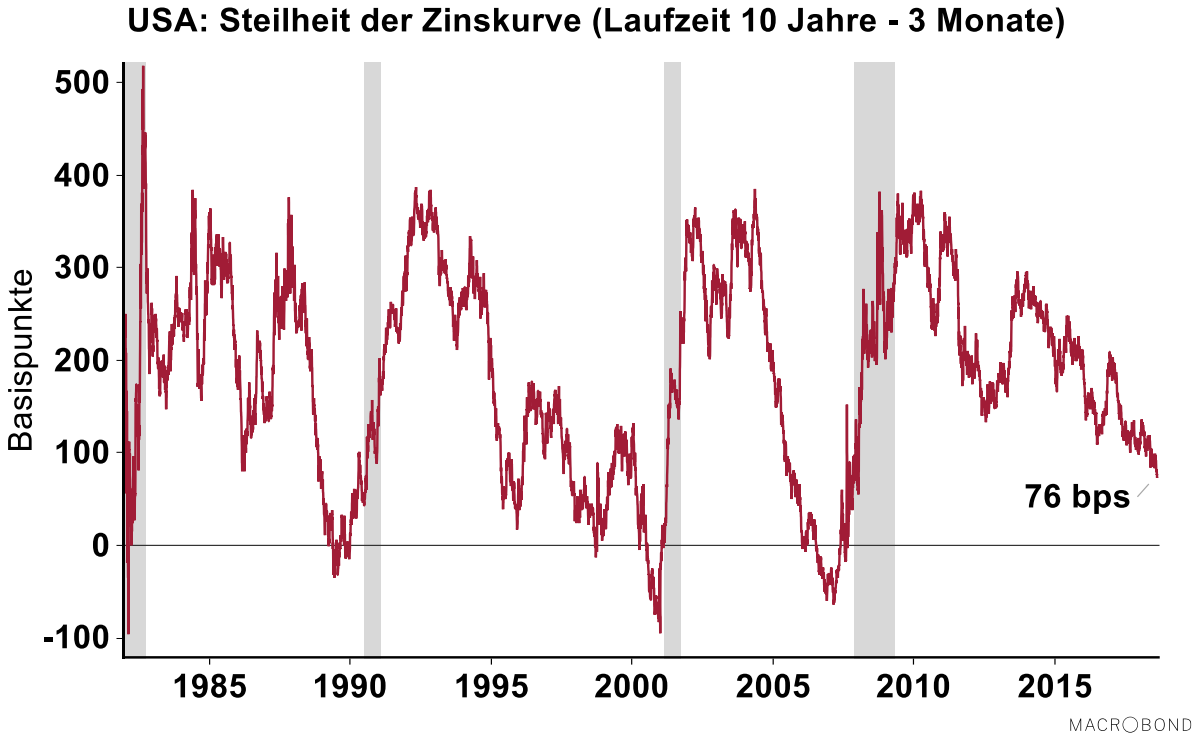
USA: Wachsendes Interesse für das Thema «Rezession»



- Schraffierte Periode = Rezession nach NBER
- Im August 2018 wurde in den USA das höchste Volumen an Internet-Suchanfragen nach dem Begriff «Recession» seit Oktober 2011 beobachtet

SwissLife Asset Managers

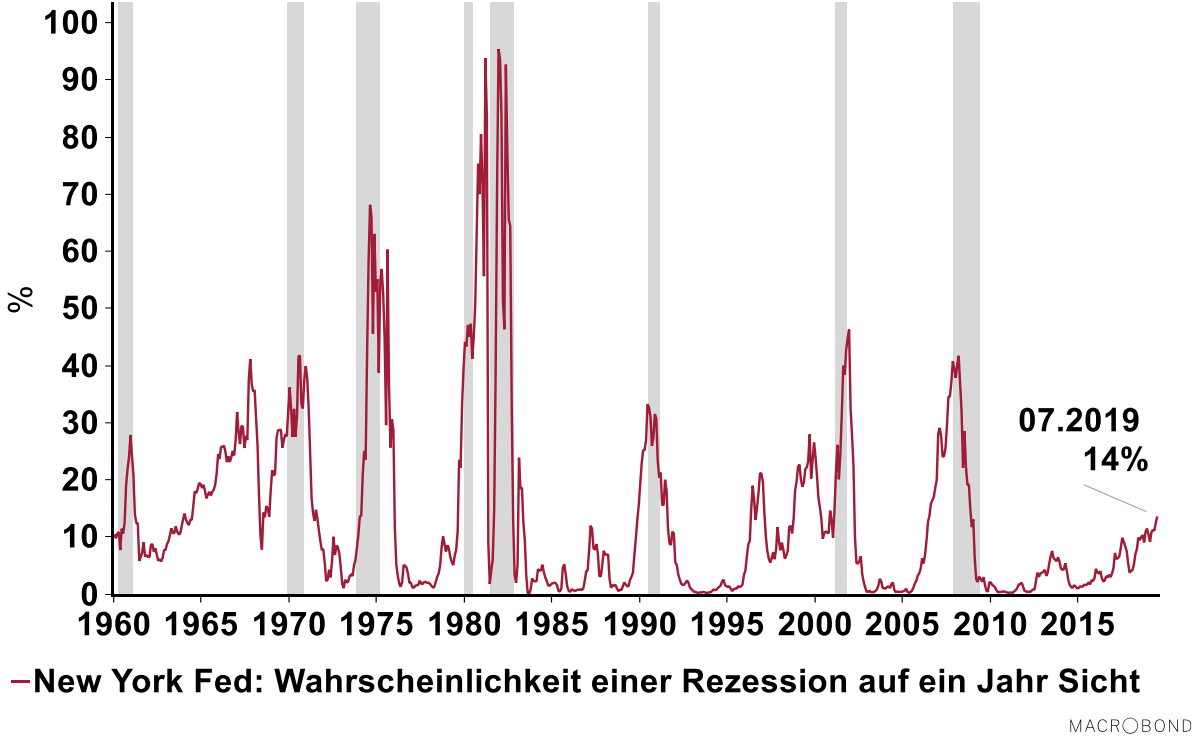
USA: Auf dem Weg zu einer inversen Zinsstrukturkurve?



- Schraffierte Periode = Rezession nach NBER
- Trotz Normalisierung der Geldpolitik und höherer Inflationserwartungen steigen langfristige Zinsen in USA nur geringfügig
- Verflachung der Zinskurve weckt Rezessionsängste aus
- Wir erwarten bis Ende 2019 eine weitere Verflachung

SwissLife Asset Managers

Zinsstrukturkurve als Vorbote einer Rezession?



- Schraffierte Periode = Rezession nach NBER
- Quelle: New York Fed

SwissLife Asset Managers

Woran erkennt man zunehmende Rezessionsrisiken?

Analyse für USA	Vorhersage-kraft	Rezessions-Wahrscheinlichkeit (in 12 Monaten)	Tendenz
Arbeitsmarktdaten	Hoch	< 25%	→
Kreditvergabe	Hoch	< 10%	↗
Stimmungsindikatoren	Mittel – Hoch	< 15%	↘
Steilheit der Zinskurve	Mittel	< 15%	↗
Bautätigkeit	Mittel	< 25%	↗
Struktur BIP	Mittel	< 30%	↗
Neuwagenverkäufe	Gering - Mittel	< 30%	↗

- Pro memoria: Unbedingte Wahrscheinlichkeit, dass US-Wirtschaft in zwölf Monaten in einer Rezession ist, liegt bei 17%
- Fazit: Bis 2019 weiterhin geringe Wahrscheinlichkeit einer Rezession in USA
- Quellen:
  Fed
  JP Morgan
  Eigene Untersuchungen

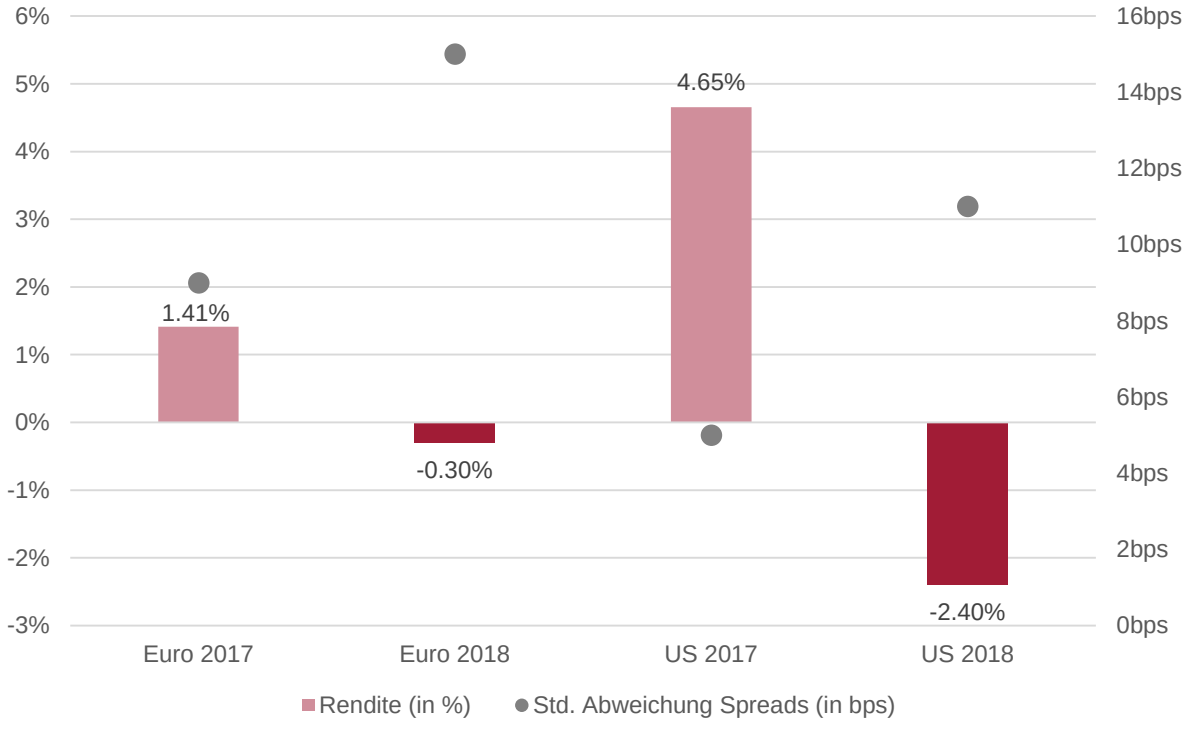
SwissLife Asset Managers

Fixed Income: Anspruchsvolle Zeiten – unser Blick auf das Sorgenbarometer

Daniel Rempfler, Head of Fixed Income Switzerland, Third-Party Asset Management

SwissLife
Asset Managers

Fallende Renditen bei steigender Volatilität

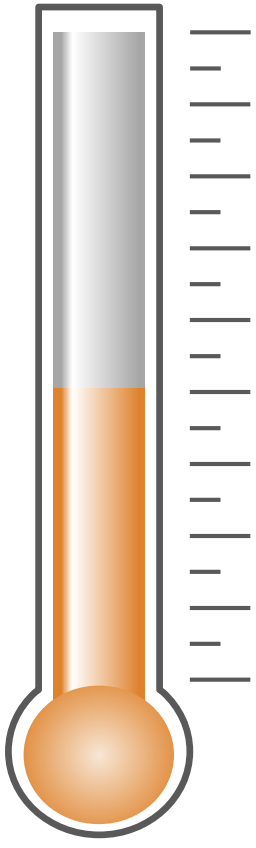


- Die Renditen auf globale Obligationen waren bei gleichzeitig höherer Volatilität im ersten Halbjahr 2018 deutlich tiefer als in der Vorjahresperiode
- Wir glauben, dass sich der Trend zu tieferen risiko-adjustierten Renditen in den kommenden Quartalen aufgrund erhöhter Risiken fortsetzt

Quelle: BofAML Indizes, Daten für die ersten 7 Monate von 2017 und 2018

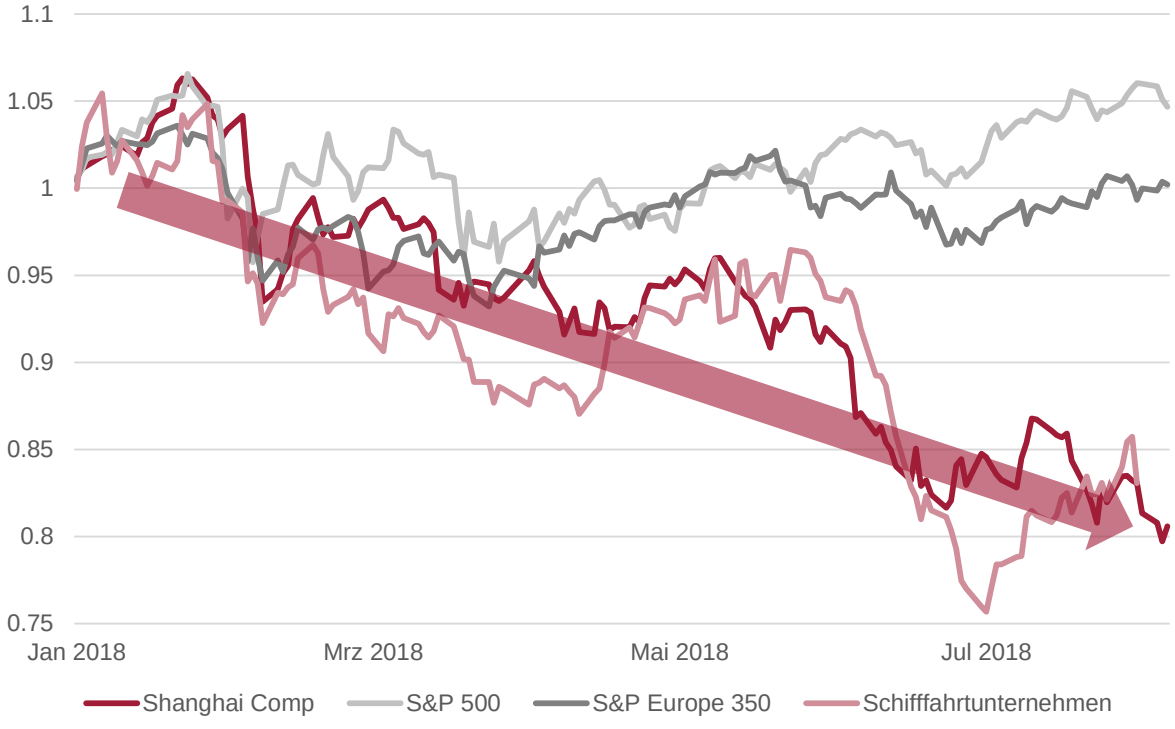
SwissLife Asset Managers

Ein Blick auf das Sorgen-Barometer

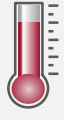


- Handelskrieg
- Politische & geopolitische Unsicherheit
- Straffung der Geldpolitik
- Steigende Zinsen
- Ausweitung der Kreditspannen
- Überschiessen der Inflation
- Rezession
- Kreditqualität der Unternehmen

Handelsstreit zeigt erste Auswirkungen



- Die USA erheben derzeit Strafzölle auf Waren im Wert von ca. USD 100 Mrd.
- Handelspartner haben ihrerseits US-Waren im Umfang von ca. USD 70 Mrd. mit Strafzöllen belegt
- Erste Auswirkungen sind vor allem in China und in einzelnen Sektoren sichtbar. In der westlichen Welt sind die Effekte bislang klein
- Ein ausufernder Handelskrieg ist zwar negativ für alle Akteure, kann aber derzeit nicht ausgeschlossen werden

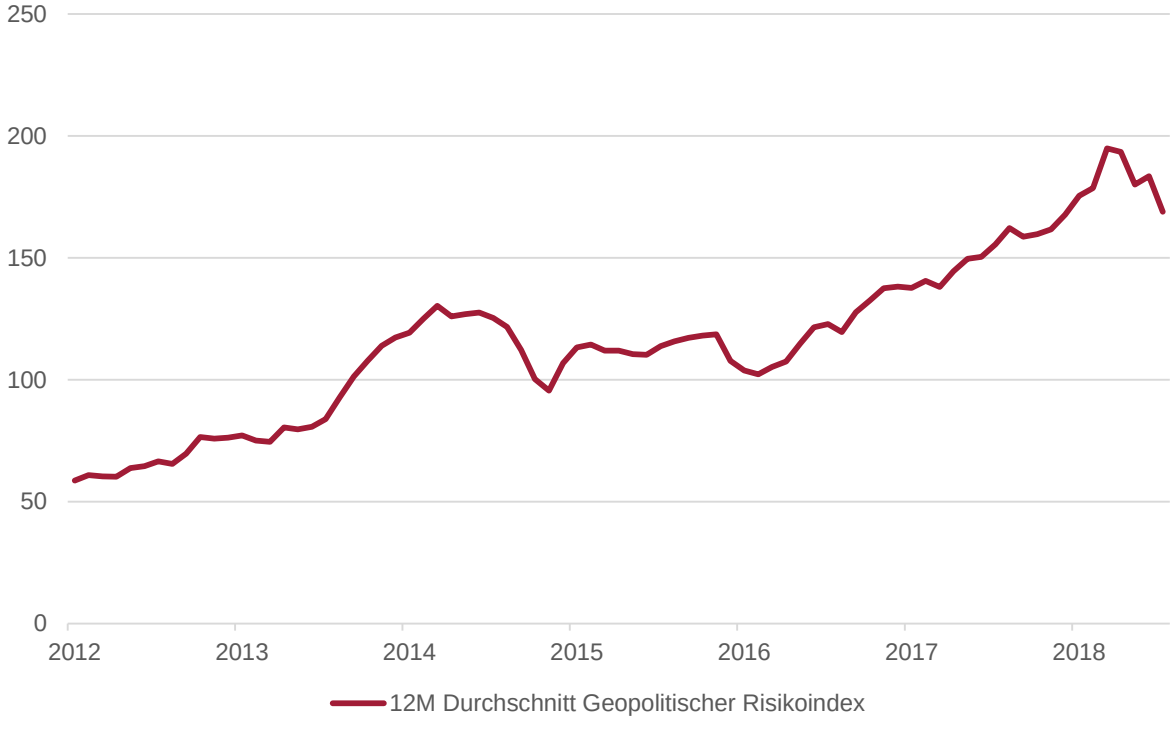


Risiko: hoch

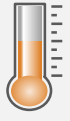
Quelle: Bloomberg, Schifffahrtunternehmen: Maersk, Cosco, Hapag Lloyd, Evergreen, Yang Ming gewichtet nach Flottengrösse. 20.08.2018

SwissLife Asset Managers

Geopolitische Unsicherheit wächst



- Seit Trumps Amtsantritt ist der Index für geopolitische Unsicherheit deutlich angestiegen
- Die Volatilität ist über die letzte Dekade von den Zentralbanken künstlich tief gehalten worden. Wir erwarten einen weiteren Anstieg

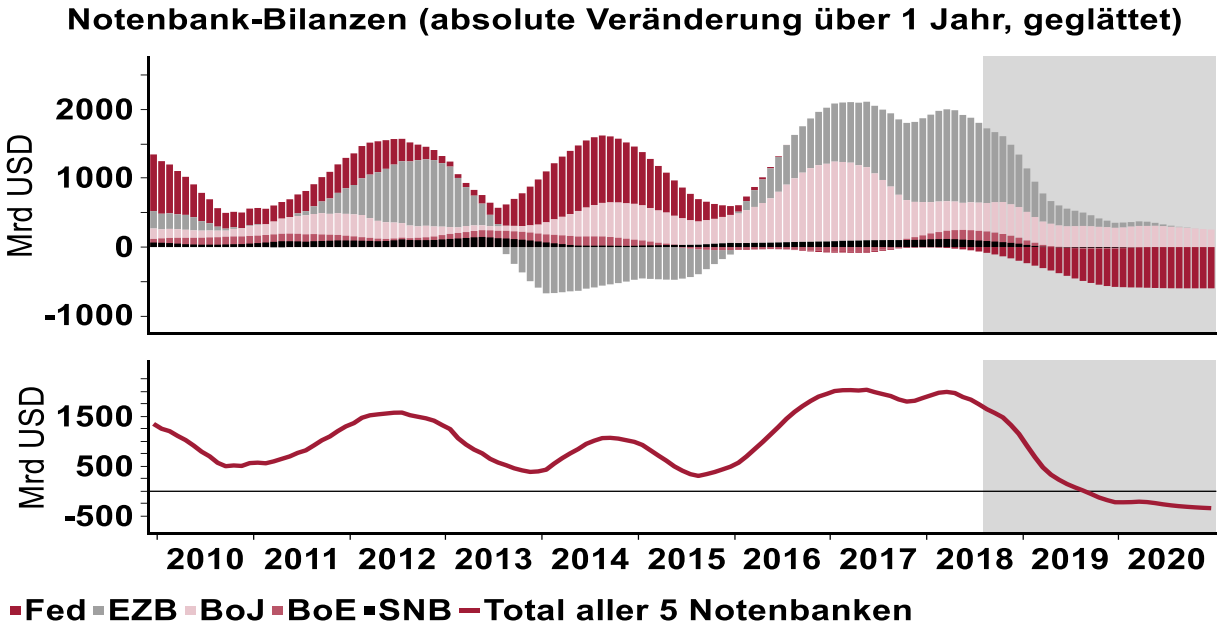


Risiko: mittel

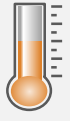
Quelle: Bloomberg, www.policyuncertainty.com

SwissLife Asset Managers

Straffung der globalen Geldpolitik



- Ab 2019 beginnen die Bilanzen bedeutender Zentralbanken im Aggregat zu schrumpfen
- Obwohl die geldpolitische Straffung der Fed keinen Einfluss auf Kreditspannen hatte, schätzen wir das Risiko einer Ausweitung in Europa als grösser ein. Die Fed kaufte keine Unternehmensanleihen, während die EZB aktuell rund 13% aller Anleihen von Industrieunternehmen und 28% der Staats-anleihen hält*

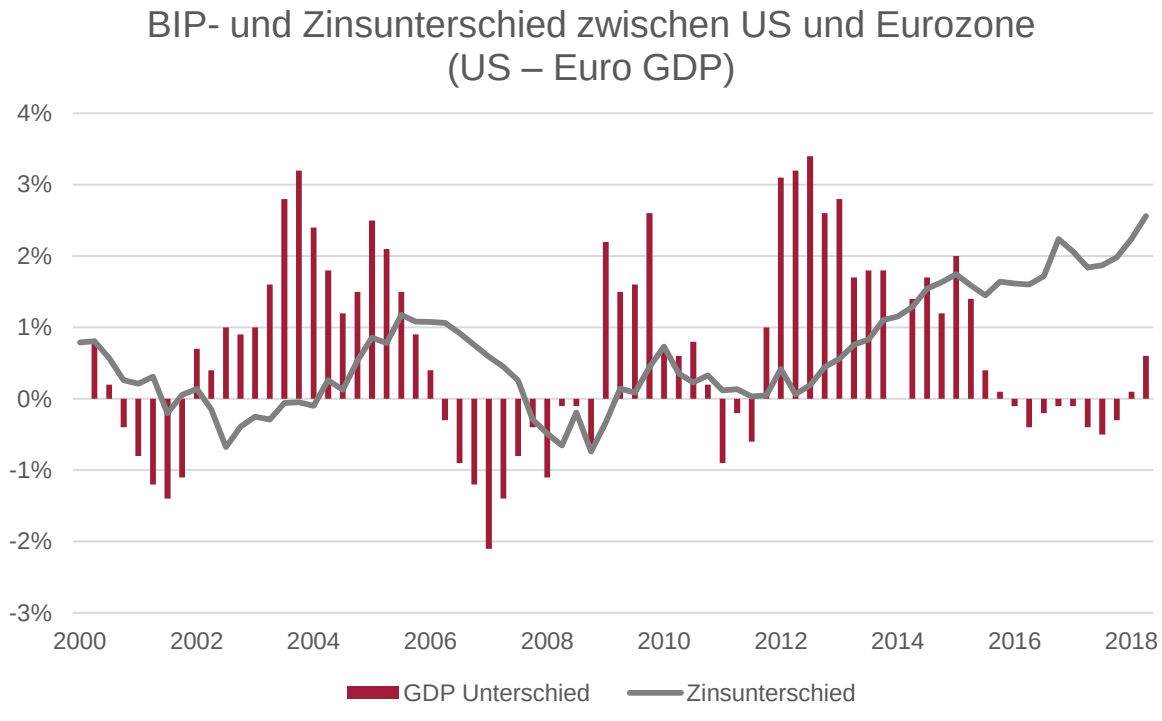


Risiko: mittel

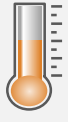
*Quelle: Bloomberg, Barclays, Zentralbanken, Macrobond

SwissLife Asset Managers

Steigende Zinsen sind vor allem in Europa ein Risiko



- Der historisch starke Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Zinsen ist seit 2016 nicht mehr erkennbar
- Die Zinsen in der Eurozone wurden durch die EZB tief gehalten; trotz starkem Wachstum
- Der Zinsunterschied zwischen Eurozone und USA steht auf dem Allzeithoch
- Wir prognostizieren eine Einengung des Zins-differentials, begünstigt durch graduell steigende EUR-Zinsen. In der Folge dürften auch Schweizer Zinsen steigen

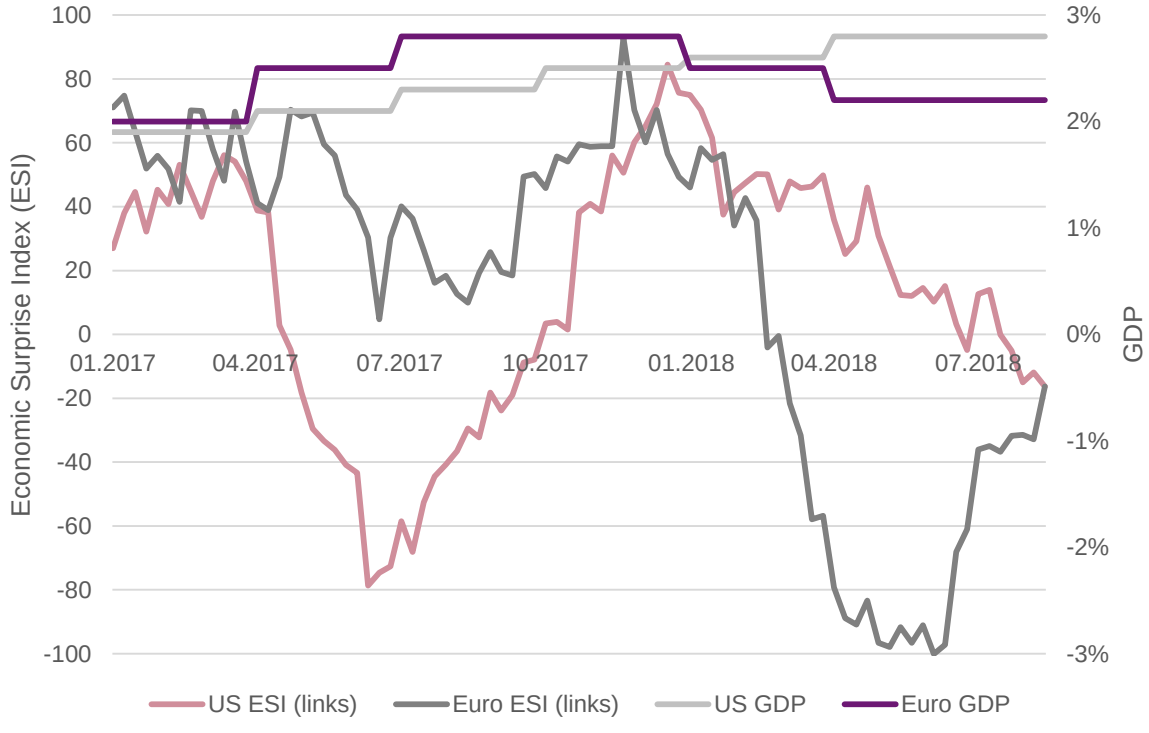


Risiko: mittel

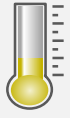
Quelle: Bloomberg, NSA YOY GDP Daten

SwissLife Asset Managers

Wirtschaftsdaten: Enttäuschung auf hohem Niveau



- Die hohen Erwartungen der Analysten wurden jüngst oft enttäuscht
- Seit Anfang Jahr beobachten wir eine Verschlechterung des Economic Surprise Index
- Die Fundamentaldaten sind weiterhin stark. Eine Rezession ist in keiner der grossen Volkswirtschaften am Horizont
- Ein Überschiessen der Inflation sehen wir nicht

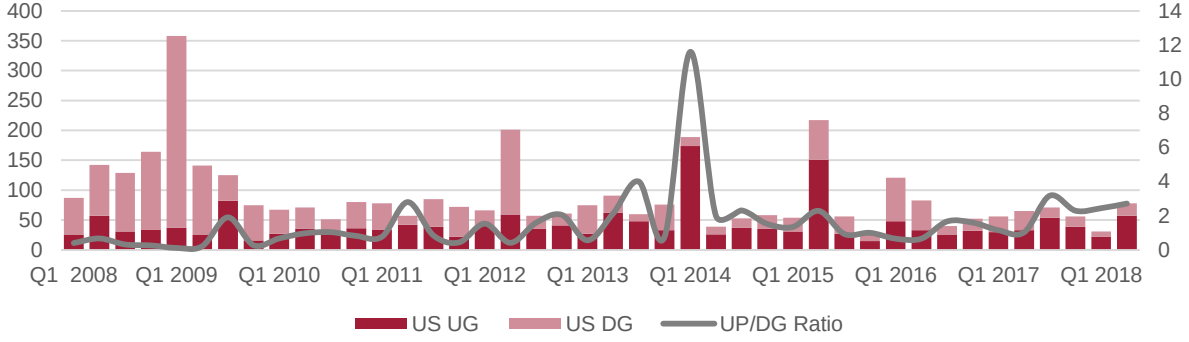


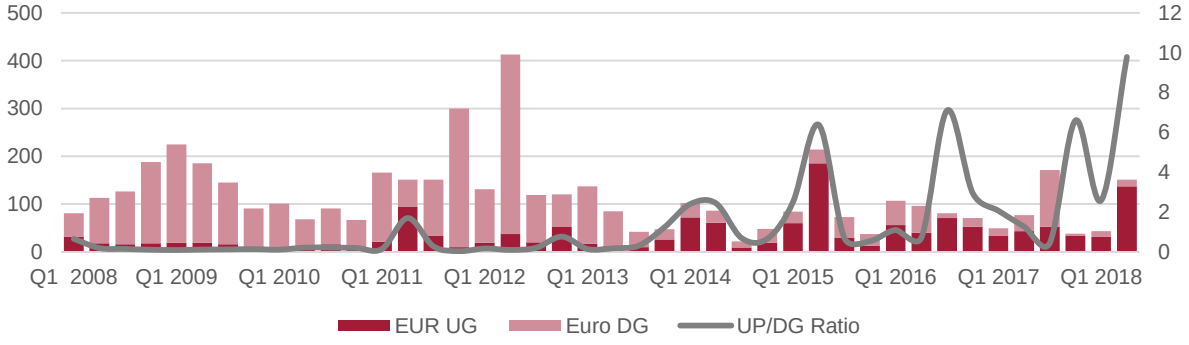
Risiko: gering

Quelle: Citibank, Bloomberg, GDP jahrliches reales Wachstum - saisonal adjustiert

SwissLife Asset Managers

Kreditqualität bei Unternehmen: Ratingtrends positiv



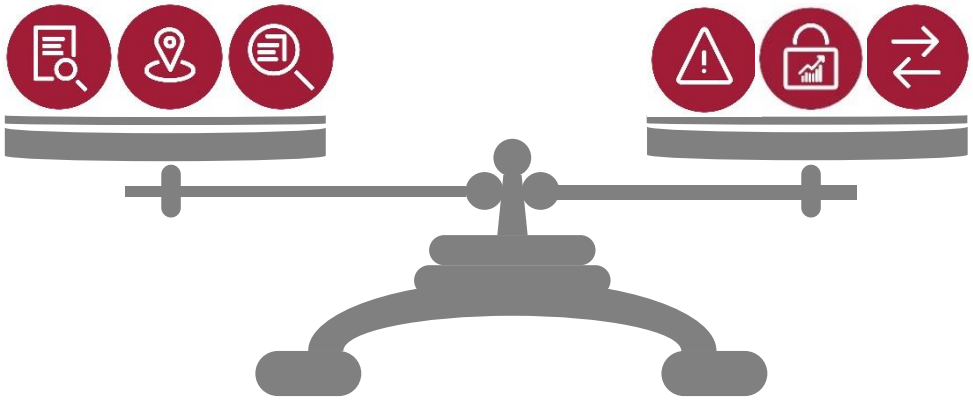


- Seit 9 Quartalen beobachten wir sowohl in den USA als auch in Europa mehr Rating Up- als Downgrades
- Aufgrund des starken Wirtschaftswachstums und steigender Unternehmens-gewinne erwarten wir keine unmittelbare Umkehrung dieses Trends

Risiko: gering

SwissLife Asset Managers

Positive und negative Faktoren halten sich in etwa die Waage



- Unser Ausblick für Unternehmensanleihen bleibt leicht positiv
- Bis Ende Jahr erwarten wir moderat höhere Zinsen und eine Seitwärtsbewegung der Kreditspannen
- Aufgrund erhöhter Unsicherheit haben wir dennoch die Risiken in unseren Portfolios bereits jetzt reduziert

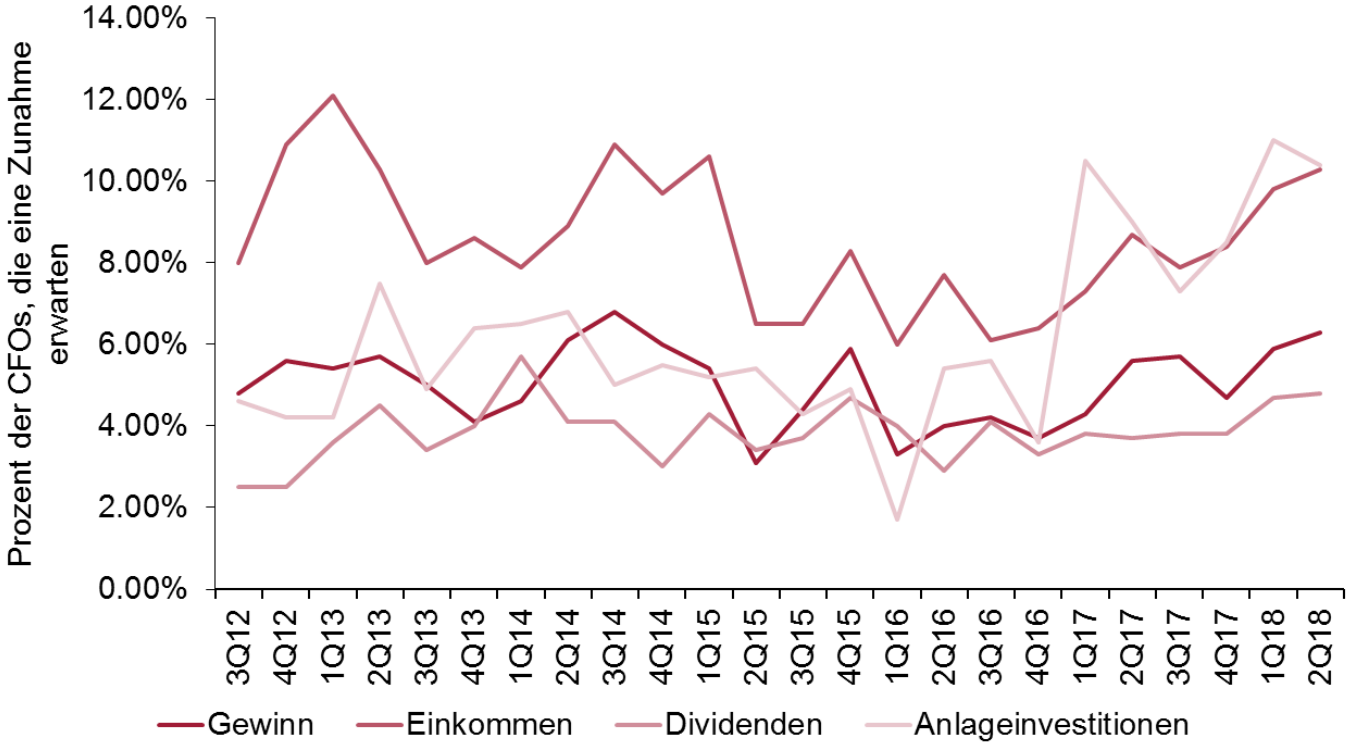
SwissLife Asset Managers

Risikoreiche Vermögenswerte noch immer attraktiv – aber mit höherer Unsicherheit

Tatjana Xenia Puhan, Head Equity & Multi Asset, Third-Party Asset Management

SwissLife
Asset Managers

USA bleiben das Zugpferd der entwickelten Länder

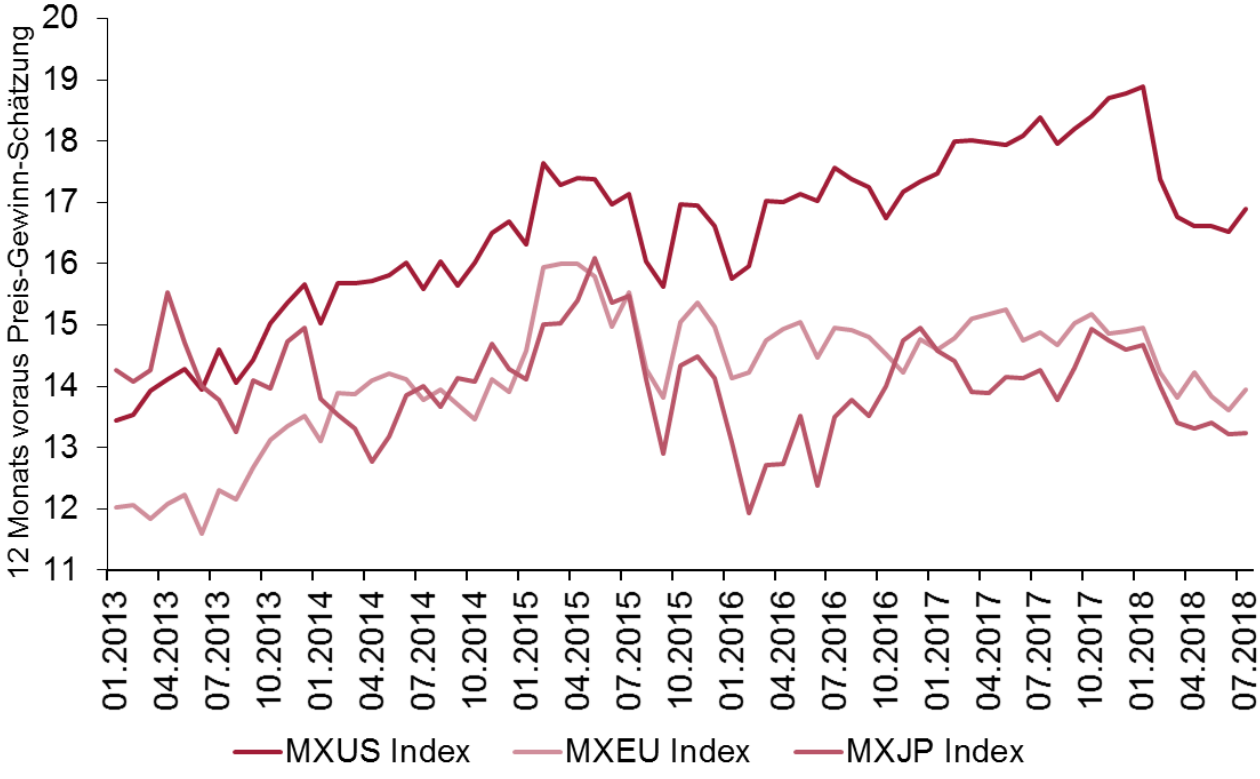


- US CFOs zeigen sich nach wie vor sehr optimistisch, was die Lage für ihre Unternehmen betrifft
- Bei den Anlageinvestitionen gibt es eine leicht schwächere Aufwärtstendenz, allerdings kommen diese von einem historisch hohen Niveau der Zunahme-Erwartung
- Es bleibt abzuwarten, wie sich die Politik Trumps auf die Situation der Unternehmen in der langen Frist auswirkt

Quelle: Deloitte CFO Survey 2. Halbjahr 2018

SwissLife Asset Managers

Anleger verlangen seit Jahresbeginn wieder höhere Risikoprämien



- Nach einem extremen Start in das Jahr stellen wir eine deutliche Korrektur der Bewertungen fest
- Ein Grund ist u.a. der Wiederanstieg der Unsicherheit der Investoren, während die Zentralbanken sich langsam aus den Märkten zurückziehen
- Dies führt insgesamt zu wieder ansteigenden Risikoprämien für risikoreiche Anlagen

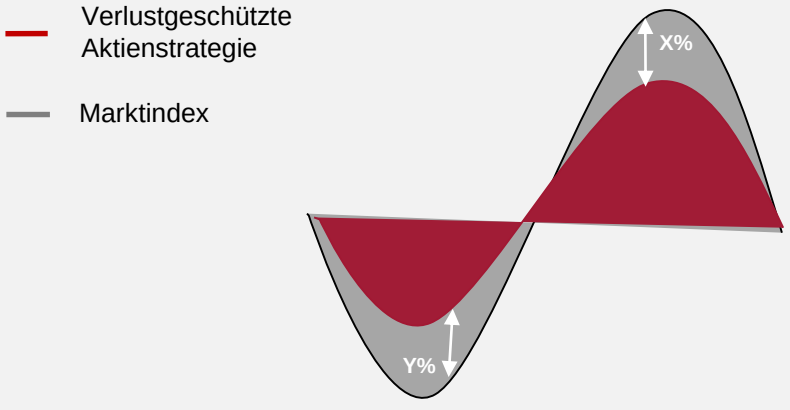
Quelle: Bloomberg, MSCI, 03.08.2018

SwissLife Asset Managers

Auswirkungen auf Anlageportfolios

SwissLife
Asset Managers

Immer noch «Risk-On», aber mit Schutzfunktion

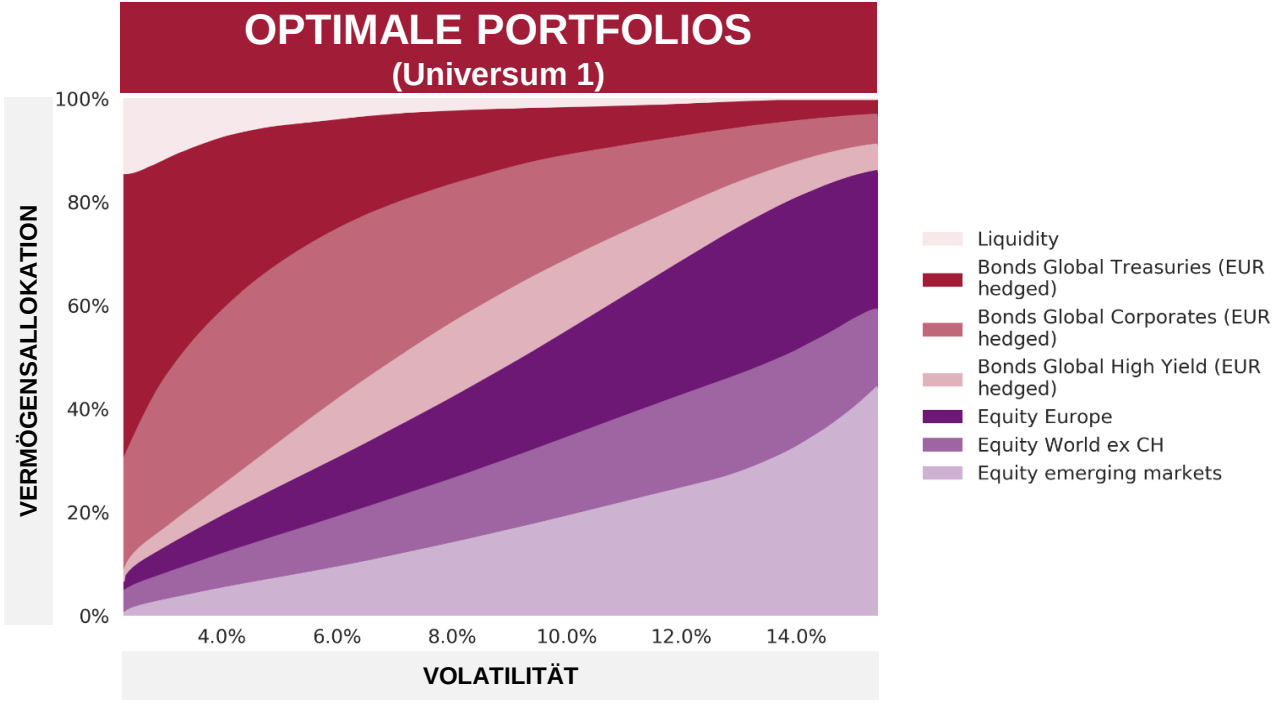


X<Y !

- Aktien bleiben eine relativ attraktive Anlage
- Der Moment scheint günstig, um zumindest einen Teil der guten Aktienmarktgewinne zu sichern und einen aktiven Schutz gegen Extremrisiken ins Portfolio einzubauen
- Verlustgeschützte Aktien führen zwar zu einer geringeren Partizipation an positiven Markttrends, spielen aber gerade in extrem negativen Märkten ihre sehr wichtige Schutzfunktion aus

SwissLife Asset Managers

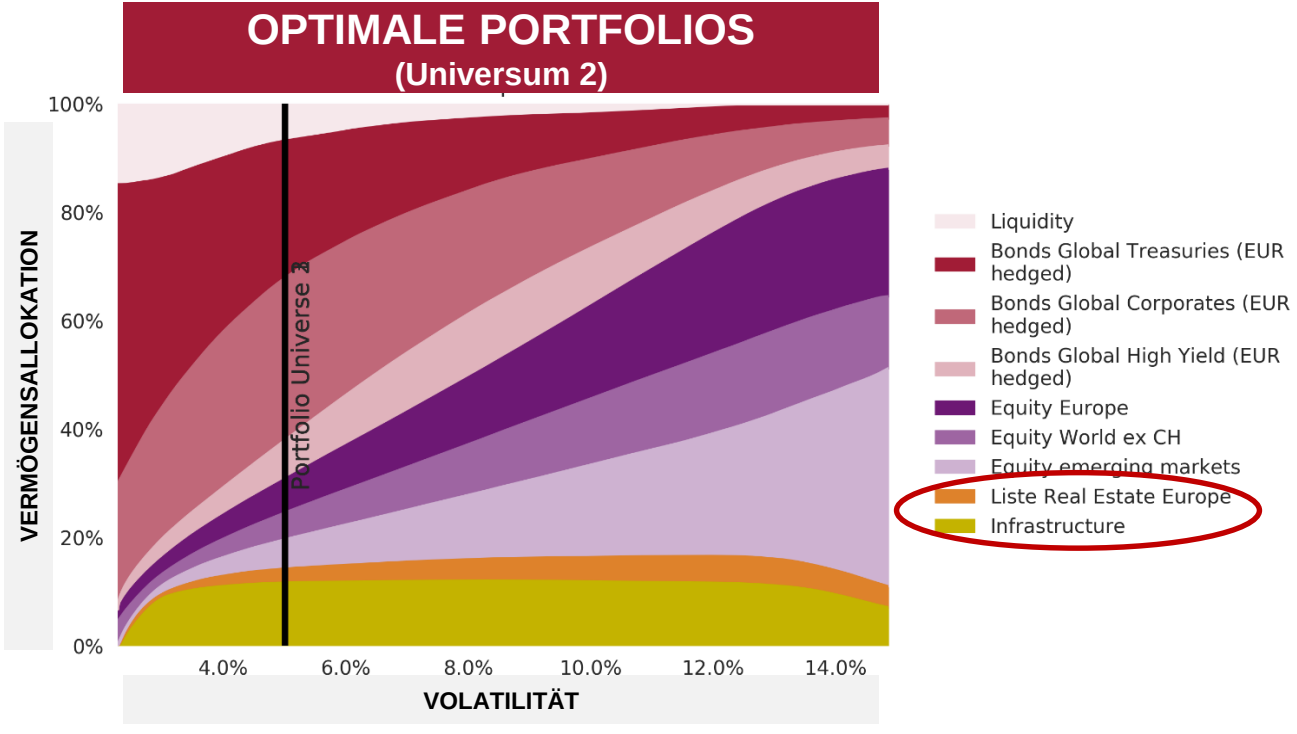
Höhere Diversifikation und Neuaufstellung der Portfolios unumgänglich…



Quelle: Swiss Life Asset Managers

SwissLife Asset Managers

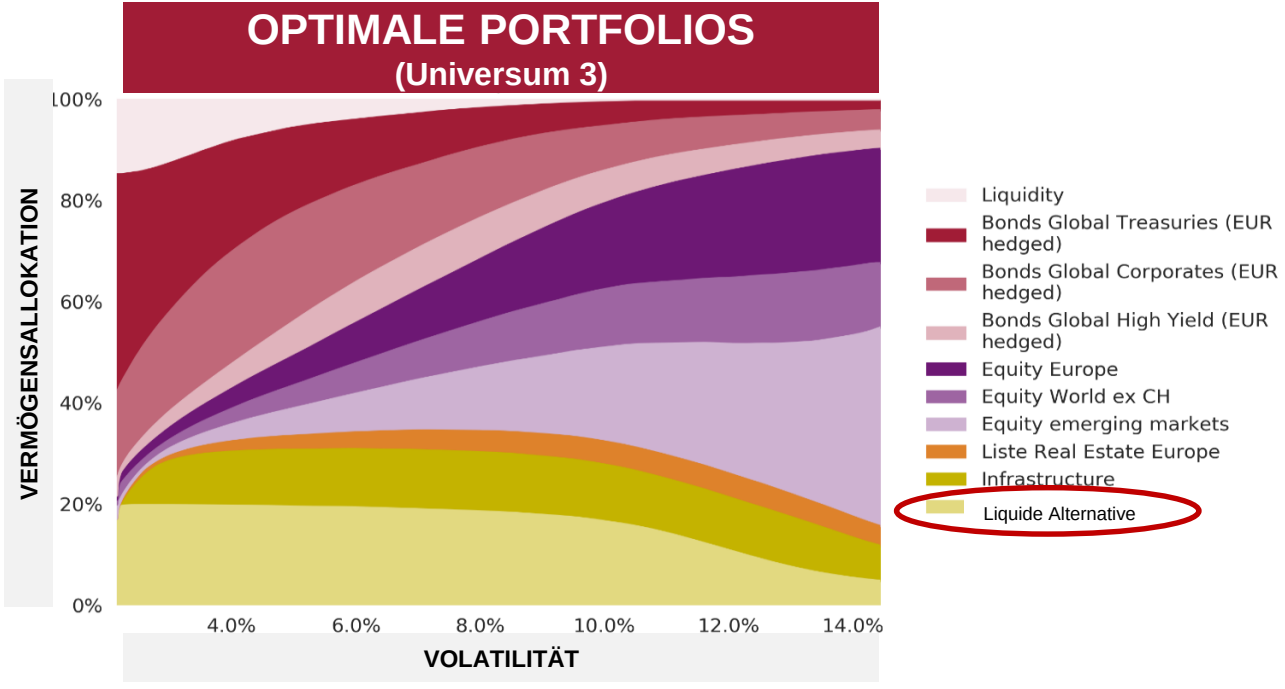
…beispielsweise durch die Hinzunahme von Anlagen wie Infrastruktur oder europaweiten Immobilien…



Quelle: Swiss Life Asset Managers

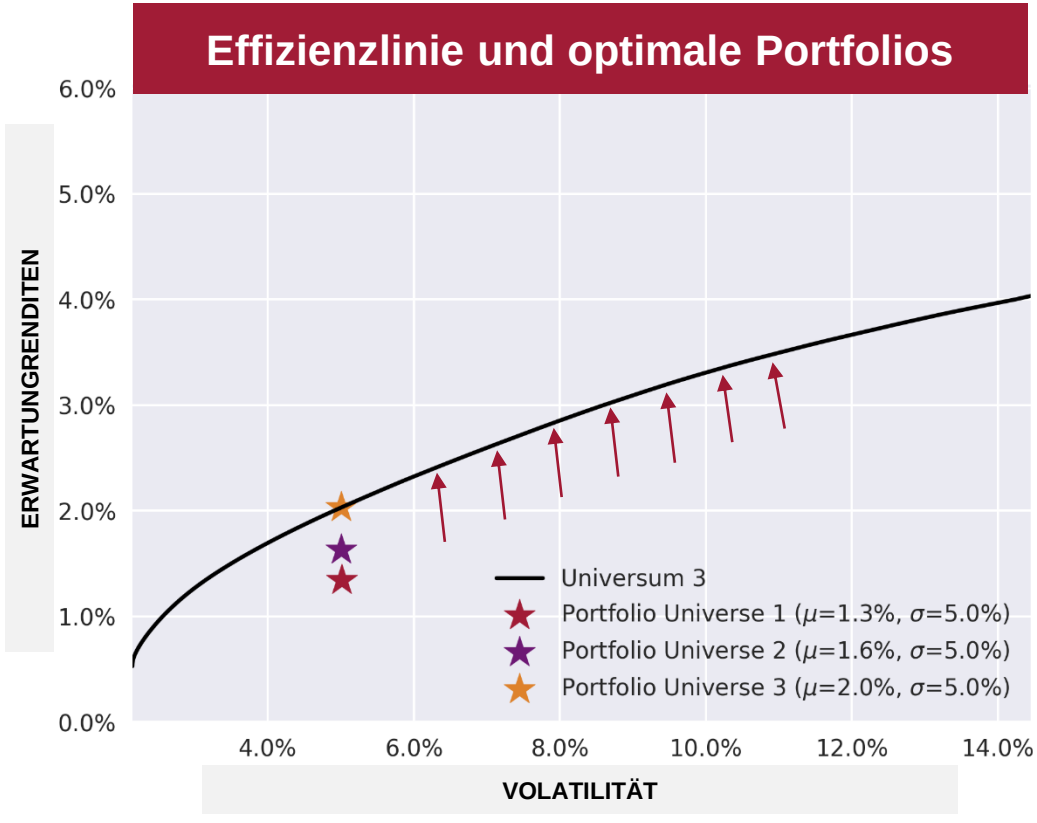
SwissLife Asset Managers

…oder auch liquiden alternativen Anlagen.



Quelle: Swiss Life Asset Managers

Die Neuaufstellung der strategischen Allokation führt zu einer höheren Erwartungsrendite



Quelle: Swiss Life Asset Managers

SwissLife Asset Managers

Veränderung der Vermögensverwaltung

Eine quantitativere Steuerung

Die Identifikation interessanter Prämien ist komplexer

Das Risiko steigt und die Kontrolle wird schwieriger

Verbesserung quantitativer Modelle und systematischer Ansätze

SwissLife Asset Managers

Fazit

Konjunkturelles Umfeld

- Die Weltwirtschaft hat den zyklischen Höhepunkt hinter sich gelassen.
- Es verändert sich nun der Wachstums-Inflationsmix.
- Die Rezessionsgefahr für die USA bleibt aber vorerst gering.

Fixed Income

- Investoren sehen sich mit einem schlechter werdenden Wachstum-Inflationsmix und einem ansteigenden Sorgenbarometer konfrontiert.
- Trotz höherer Volatilität & tieferen Renditeerwartungen halten wir an unserem vorsichtig positiven Ausblick auf Unternehmensanleihen fest. Gleichzeitig haben wir aufgrund erhöhter Unsicherheit die Risiken in unseren Portfolios reduziert.

Anlegen in Zeiten negativer Realzinsen

- Risikoreiche Vermögensanlagen wie Aktien bleiben relativ attraktiv, das Potential unerwarteter grösserer Verluste ist hier allerdings erhöht und schwer vorhersagbar.
- Es wird deutlich schwieriger attraktive Renditen zu erwirtschaften, ohne das Risiko des Portfolios stark zu steigern und es wird unvermeidlich, seine Vermögensallokation zu überdenken und auf die neuen Rahmenbedingungen einzustellen.

Appendix

SwissLife
Asset Managers

Prognosen Swiss Life Asset Managers

	2018 BIP-Wachstum				2019 BIP-Wachstum				2018 Inflation				2019 Inflation			
	Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus	
USA	2.7%		2.9%		2.2%		2.6%		2.5%		2.5%		2.1%		2.2%	
Eurozone	2.0%		2.1%	↓	1.4%		1.8%		1.7%	↑	1.7%		1.6%	↑	1.6%	
UK	1.2%	↑	1.3%		1.0%		1.5%		2.5%	↑	2.4%	↓	2.2%	↑	2.1%	
Schweiz	2.1%		2.2%		1.2%		1.7%		1.0%		1.0%	↑	0.9%		1.0%	
Japan	0.9%		1.1%		1.1%		1.2%	↑	0.8%	↑	0.9%		0.3%	↑	1.1%	
China	6.5%		6.6%		6.1%		6.3%	↓	2.1%		2.1%	↓	2.3%		2.3%	

Durchschnittliche Jahresveränderungsraten – Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle für Konsensus: Consensus Economics, London; 13. August 2018

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 in Zürich und der Weltbank in Washington DC tätig. Daniel Rempfler hat an der Universität St. Gallen BWL mit Vertiefung Finanzen und Kapitalmärkte studiert und ist ein CFA charterholder.*

- ***Tatjana Xenia Puhan*** *ist seit Dezember 2015 Head Multi Asset & Equity für das Drittkundengeschäft von Swiss Life Asset Managers. Ausserdem unterrichtet sie und ist assoziierte Forscherin an der Universität Mannheim. Im Jahr 2014 erhielt sie ihr Doktorat in Finanzen und Kapitalmärkten von der Universität Zürich und begann bei Swiss Life Asset Managers im Portfoliomanagement. Während ihrer Promotion war sie an der Universität Hamburg, der Northwestern University (Kellogg School of Management) und der Universität Zürich tätig. Zuvor war sie Analyst und Inhouse Consultant für die Bank M.M. Warburg & CO.*

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