Medienfrühstück
Volatilität: Gekommen um zu bleiben

16.01.2019

Marc Brütsch, Chief Economist, Twitter: @MarcBruetsch
José Antonio Blanco, Head Investment Management Drittkundengeschäft

#Medienfrühstück

Agenda

- **Ausblick 2019:**
  Marc Brütsch, Chief Economist
  - Zyklische Wachstumsabschwächung in Richtung Potenzial
  - Droht ein „Overtightening“ durch das Fed?
  - Einschätzung zum Rezessionsrisiko für die USA in 2019
- **Opportunitäten trotz Volatilität**
  José Antonio Blanco, Head Investment Management für das Drittkundengeschäft
  - Risikoreiche Vermögenswerte noch immer attraktiv, aber mit höherer Unsicherheit
  - Auswirkungen auf Anlageportfolios
- **Fazit**
- **Q&A‘s**
- **Appendix**

SwissLife Asset Managers

Ausblick 2019

Marc Brütsch, Chief Economist, Twitter @MarcBruetsch

SwissLife
Asset Managers

Vorsichtiges Basisszenario mit Betonung des Rezessionsrisikos

Mittelfristszenarien (* gewichtete Eintrittswahrscheinlichkeit)

1 Ruf nach neuen Rettungsringen

20%*

- Straffere Kreditvergabe der Geschäftsbanken löst eine Rezession aus
- Zentralbanken nehmen unkonventionelle Instrumente wieder in die Hand
- Fiskal- und wirtschaftspolitische Reaktion auf erneute Krise
- Schwellenländer: Kapitalabflüssen wird mit Stimuli begegnet

2 Verschlechterter Wachstums- / Inflationsmix

65%*

- Prozyklische Fiskalpolitik übertüncht verschlechterte Qualität des Wachstums
- Kernrate der Inflation im Zielband der Notenbanken
- Finanzielle Repression deckelt Nominalzinsen
- Protektionismus bremst Welthandel

3 Boom / Bust: Zentralbanken verderben die Party

15%*

- Geldpolitik bleibt zu lange zu locker
- Prozyklischer Fiskalimpuls überhitzt die Konjunktur
- Inflationserwartungen lösen sich aus der Verankerung
- Schwellenländer folgen Zyklus

SwissLife Asset Managers

Geringe Inflationsgefahr

- Kräftiges Lohnwachstum in den USA und daraus abgeleitete Inflationsängste waren vor Jahresfrist einer der Auslöser für erhöhte Volatilität an den Märkten
- In den Sommermonaten sorgten die Währungskrisen in einzelnen Schwellenländern zwischenzeitlich für einen Anstieg der lokalen Inflationsraten
- Unser globaler Index zur Kernrate der Teuerung ist seit dem vierten Quartal 2018 wieder rückläufig
- Dies mindert mit dem gefallenen Ölpreis die Inflationsgefahr

SwissLife Asset Managers

Die Gretchenfrage zur gestiegenen Volatilität: Gelingt der geldpolitische Entzug…

- Von 2009 bis 2018 führten die führenden fünf Notenbanken der Industrieländer dem Finanzsystem monatlich durchschnittlich 95 Milliarden USD zu
- Das Fed reduziert seine Bilanz bereits und die EZB möchte keine weiteren Anleihen mehr kaufen
- Das graduelle Versiegen der Notenbankgeld-Quelle war einer der Gründe für erhöhte Volatilität im Jahr 2018

SwissLife Asset Managers

…oder droht ein erneutes «Overtightening» durch das Fed?

- Graue Flächen markieren Zinserhöhungszyklen des Fed; rosa Flächen zeigen Rezessionen nach der NBER Definition an
- 3 der 4 vorangegangenen Zinserhöhungszyklen zogen eine Rezession nach sich

SwissLife Asset Managers

USA: Volatile Spuren von Staatsdoping und Handelsstreit

- Die privaten Konsum- und Investitionsausgaben waren der wichtigste Wachstumstreiber der vergangenen Quartale
- In Vorwegnahme höherer Einfuhrzölle trug der Lageraufbau stark zum Wachstum im dritten Quartal 2018 bei

SwissLife Asset Managers

Verlangsamung in Richtung Potenzialwachstum

MACROBOND

- Im Basisszenario erwarten wir ein BIP-Wachstum nahe am oder unterhalb des Potenzials
- Diese Entwicklung hält die Inflation im Zaum
- Kräftigeres Wachstum würde zu stärkerem Inflationsdruck und aggressiverer Reaktion der Geldpolitik führen (Szenario 3)

SwissLife Asset Managers

2019: In Richtung Potenzialwachstum, aber nicht über die Klippe hinaus

Lesebeispiel:
Werte über 50 = Expansion

Erwartung BIP-Wachstum 2019

- USA: 2.3%
- Eurozone: 1.3%
- Schweiz: 1.2%

SwissLife Asset Managers

Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes aus Schweizer Optik

Lesebeispiel:
Werte über 50 = Expansion

- Der Rückgang der Einkaufsmanagerindizes (PMI) in Europa ist ein Vorbote einer spürbaren Abschwächung der Auslandsnachfrage für Schweizer Hersteller
- Die SNB hat aus den Einkaufmanagerindizes (PMI) einen handelsgewichteten Einkaufsmanagerindex «PMI Manufacturing Abroad» aus Schweizer Sicht entwickelt

SwissLife Asset Managers

Schweiz: Vom Gang der Weltwirtschaft besonders betroffen

- Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass das Wachstum der Schweizer Warenexporte weit stärker von der Dynamik der Weltwirtschaft abhängt als von den Wechselkursen
- Modell basiert auf dem handelsgewichteten Einkaufsmanagerindex «PMI Manufacturing Abroad» der SNB und dem handelsgewichteten Aussenwert des Schweizer Franken

SwissLife Asset Managers

Müssen wir uns auf eine Rezession vorbereiten?

- Graue Fläche markiert Rezession nach der NBER Definition
- In den USA erreichte gemäss Google Trends das Volumen der Suchanfragen exakt zum (nachträglich auf Januar 2008 festgelegten) Startpunkt der letzten Rezession seinen bisherigen Höhepunkt
- Ein starker Anstieg des Interesses an wirtschaftlichen Entwicklungen kann als Vorlaufindikator dienen

SwissLife Asset Managers

Für 2019 weiter geringe Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA

Analyse für USA	Vorhersage-kraft	Rezessions-Wahrscheinlichkeit (in 12 Monaten)	Tendenz August 2018	Tendenz Januar 2019
Arbeitsmarktdaten	Hoch	< 25%	→	→
Kreditvergabe	Hoch	< 10%	↗	→
Stimmungsindikatoren	Mittel – Hoch	< 40%	↘	↑
Steilheit der Zinskurve	Mittel	< 25%	↗	↑
Bautätigkeit	Mittel	< 30%	↗	↗
Struktur BIP	Mittel	< 30%	↗	↗
Neuwagenverkäufe	Gering - Mittel	< 30%	↗	↘

- Pro memoria: Unbedingte Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in 12 Monaten liegt bei 17%
- Fazit: Für 2019 weiterhin geringe Wahrscheinlichkeit einer Rezession in USA
- Allerdings: Allfälliger Handelskrieg mit China als externes Schockszenario kennt keinen Präzedenzfall
- Quellen: Fed, JP Morgan, eigene Untersuchungen

SwissLife Asset Managers

USA: Mehr Geld im Portemonnaie für Joe Sixpack

- Der Rückgang des Ölpreis fliesst sofort und stärker als in Europa in den Preis für Benzin an den US-Tankstellen ein
- Unter der Annahme einer kurzfristig unelastischen Nachfrage nach Treibstoffen wirken Schwankungen des Benzinpreises wie eine Steuer
- Seit dem dritten Quartal 2018 ist der Benzinpreis durchschnittlich um 22% gefallen
- Dies befreit Mittel in der Grösse von 0.4% des US BIP für Ausgaben für andere Konsumgüter und Dienstleistungen

SwissLife Asset Managers

Opportunitäten trotz Volatilität

José Antonio Blanco, Head Investment Management Drittkundengeschäft

SwissLife
Asset Managers

Performance der wichtigsten Anlagekategorien und Märkte in 2018

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

SwissLife Asset Managers

Finanzmärkte und ökonomische Zyklen

- Die Entwicklung der Finanzmärkte wird vom Wirtschaftszyklus beeinflusst:
  - «Defensivere» Anlagekategorien rentieren i.d.R. am besten in Phasen tieferen Wachstums
  - «Zyklische» Anlagekategorien dagegen in Phasen stärkeren Wachstums

SwissLife Asset Managers

Erwartete Wirtschaftsentwicklung und Auswirkung auf Finanzmärkte

• Szenario 1: «Ruf nach neuen Rettungsringen»	Positiv: Staatsanleihen Negativ: Aktien
• Szenario 2: «Verschlechterter Wachstums- / Inflationsmix»	Moderat positiv: Aktien Moderat negativ: Staatsanleihen
• Szenario 3: «Boom / Bust: Zentralbanken verderben die Party»	Positiv: Aktien Negativ: Staatsanleihen

SwissLife Asset Managers

Was preisen die Finanzmärkte bereits ein?

- Die Stimmung an den Finanzmärkten ist in den letzten Wochen von 2018 sehr negativ geworden
- Die impliziten US-Inflationserwartungen und die Bewertung der Aktienmärkte sind stark gefallen
- Andererseits bleiben die Kreditspannen tief und die Gewinnwachstums-erwartungen signalisieren weiterhin Wachstum

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

SwissLife Asset Managers

Aktienmärkte und die Steilheit der Zinskurve (S&P 500, 1963-2018)

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

- Eine inverse Zinskurve wird oft als Zeichen einer bevorstehenden Rezession genannt
- Die US-Zinskurve ist sehr «flach» und könnte invers werden
- Die (knappe) historische Evidenz suggeriert, dass Aktien eher auf die Verschlechterung der Wirtschaftsbedingungen («Frühindikatoren») als auf die Inversion reagieren

SwissLife Asset Managers

Rezession, Geldpolitik und Aktienmarktvolatilität

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

- Aktienmärkte sind in der Regel überdurchschnittlich volatil, wenn
  - Die Geldpolitik restriktiver wird (steigende Fed- Zinsen)
  - Die Wirtschaft in einer Rezession ist
- Allerdings gibt es zahlreiche andere Faktoren, welche die Volatilität beeinflussen können, wie z.B. politische Unsicherheit

SwissLife Asset Managers

Die mittelfristige Sicht (Horizont 5 Jahre)

Quelle: Swiss Life Asset Managers

- Die tiefen Zinsen werden das Renditepotential der Obligationen auch mittelfristig beschränken
- Unternehmensanleihen sollte eine positive Rendite erwirtschaften können
- Die Rendite der Aktienmärkte sollte attraktiver sein und in etwa dem langfristigen Durchschnitt entsprechen

SwissLife Asset Managers

Konsequenzen für Anlagen

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

- Die erhöhte Marktvolatilität erfordert eine systematischere Verwaltung der Portfolios
- Wichtige Elemente:
  - Klare strategische Ausrichtung des Portfolios, die sowohl die Zielrendite wie auch das verkraftbare Risiko widerspiegelt (SAA)
  - Breite Diversifikation
  - Systematisches Risikomanagement
  - Einsatz von risikoeffizienten Portfoliostrategien

SwissLife Asset Managers

Fazit

Konjunkturausblick 2019

Geringe Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession 2019
- Geldpolitik ist noch nicht übertrieben aggressiv
- Arbeitsmarkt, Ölpreis und Fiskalpolitik stützen Konjunktur
- Wahrscheinlichkeit einer hohen Inflation bleibt gering

- Basisszenario:
  Vorsichtig mit Betonung des Rezessionsrisiko

Zwei fundamentale Ursachen für gestiegene Volatilität
- Richtungsänderung der Geldpolitik
- Sino-Amerikanischer Handelskonflikt

Das Hauptrisiko liegt bis 2020 in einem externen Schock
- Politische Unsicherheiten wie Eskalation zum Handelskrieg
- Erneute Eurokrise

Mittelfristige Annahmen
- Abschwächung der Wachstumsdynamik unter Potenzial
- Nur beschränktes Risiko einer stark steigenden Inflation

Daraus abgeleitete Anlageimplikationen

Hauptprofiteur von diesem Konjunkturumfeld sind die Aktienmärkte
- Ihre Bewertung ist mit der Korrektur im Dezember noch attraktiver geworden, da die Investoren keine interessanten Alternativen haben

Die erhöhte Marktvolatilität erfordert eine systematischere Verwaltung der Portfolios mit:
- Klarer strategischer Ausrichtung
- Breiter Diversifikation
- Systematisches Risikomanagement
- Risikoeffiziente Portfoliostrategien

Beschränktes Renditepotential von Obligationenanlagen
- Dies durch weiterhin tiefe Zinsen und schmale Kreditspannen
- Das Risiko höherer Verluste ist in dieser Anlagekategorie aber nicht sehr hoch
- Mittelfristig ist mit einer «Normalisierung» der Renditen zu rechnen – Obligationen werden aber weiterhin eher tiefe Renditen generieren

SwissLife Asset Managers

Q&A's

SwissLife
Asset Managers

Appendix

SwissLife
Asset Managers

Prognosevergleich
Swiss Life Asset Managers und Konsensus

	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%		2.6%	↓	1.5%		n.a.		1.8%		2.3%	↓	2.1%		n.a.	
Eurozone	1.3%		1.6%	↓	1.1%		n.a.		1.6%		1.6%	↓	1.5%		n.a.	
UK	1.4%		1.5%		1.3%		n.a.		2.0%	↓	2.1%	↓	2.0%		n.a.	
Schweiz	1.2%		1.6%	↓	1.4%	↑	n.a.		0.6%	↓	0.9%	↓	0.7%		n.a.	
Japan	1.2%	↓	1.1%		0.6%		n.a.		1.2%		0.9%	↓	1.7%		n.a.	
China	6.2%		6.3%		6.0%		n.a.		2.4%	↓	2.3%	↓	2.2%		n.a.	

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10.12.2018

SwissLife Asset Managers

USA: BIP-Wachstum 2019
Entwicklung der Prognosen seit Januar 2018

SwissLife Asset Managers

Eurozone: BIP-Wachstum 2019
Entwicklung der Prognosen seit Januar 2018

SwissLife Asset Managers

Schweiz: BIP-Wachstum 2019
Entwicklung der Prognosen seit Januar 2018

SwissLife Asset Managers

USA: Normalisierung der Geldpolitik erreicht die Realwirtschaft

- Die US-Notenbank hat seit Dezember 2015 ihre Leitzinsen 9 Mal erhöht
- Trotz geldpolitischer Normalisierung entspannten sich die finanziellen Rahmendbedingungen für die Gesamtwirtschaft bis 2017
- Erst 2018 kommt die Normalisierung in der Realwirtschaft an

SwissLife Asset Managers

USA: Mittlerweile leicht überdurchschnittliche Rezessionswahrscheinlichkeit

SwissLife Asset Managers

USA: Wachstum im Schlussquartal 2018 weiter über Potenzial

SwissLife Asset Managers

Vorsichtiges Basisszenario mit Betonung des Rezessionsrisikos in 2020

BIP-Wachstum USA

Basisszenario

- 2019: 2.3%
- 2020: 1.5%

Szenario 1

- 2019: 2.1%
- 2020: 0.7%

Szenario 3

- 2019: 3.2%
- 2020: 1.6%

SwissLife Asset Managers

USA: Kernrate der Inflation im Zielband der Notenbank

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.*

- ***José Antonio Blanco*** *leitet das Investment Management für das Drittkundengeschäft von Swiss Life Asset Managers seit Juni 2018. Bevor er zu Swiss Life kam, leitete er das Investment Management in der Division International Wealth Management von Credit Suisse und war regionaler Chief Investment Officer für EMEA bei UBS Global Asset Management. José Antonio Blanco hat seine Karriere vor fast 30 Jahren bei der Schweizerischen Bankgesellschaft als quantitativer Analyst angefangen. Er hat Volkswirtschaft an der Universität Zürich studiert und hält ein Doktorat in empirischer Wirtschaftsforschung.*

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