



# Medienfrühstück Swiss Life Asset Managers

15.01.2020

Marc Brüschi, Chief Economist, Twitter: @MarcBruetsch  
Daniel Rempfler, Head of Fixed Income Drittkundengeschäft

#Medienfrühstück

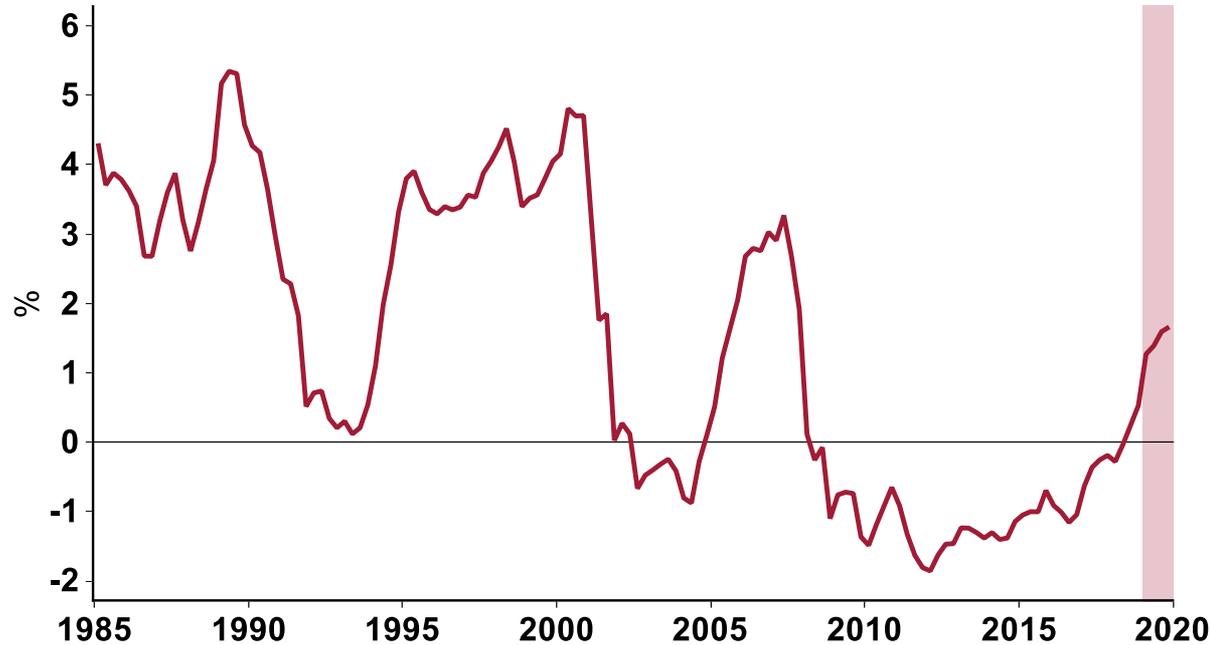
# Agenda

- **Ausblick 2020 - Konjunktur**  
**Marc Brüttsch, Chief Economist**
  - Die Rezession ist abgesagt
  - Wir teilen den Konsensus für 2020 nur zu 2/3
  - Die zwanziger Jahre: Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik
- **Ausblick 2020 - Märkte**  
**Daniel Rempfler, Head of Fixed Income**
  - Blick zurück: 2019 mit starken Renditen in allen Anlageklassen
  - Teure Bewertungen bei hoher Unsicherheit
  - Zentralbanken einmal mehr «Retter in Not»
- **Fazit**
- **Q&A's**
- **Appendix**

# Ausblick 2020 - Konjunktur

Marc Brütsch, Chief Economist, Twitter @MarcBruetsch

# Geldpolitik in den USA: Ausgangslage Januar 2019

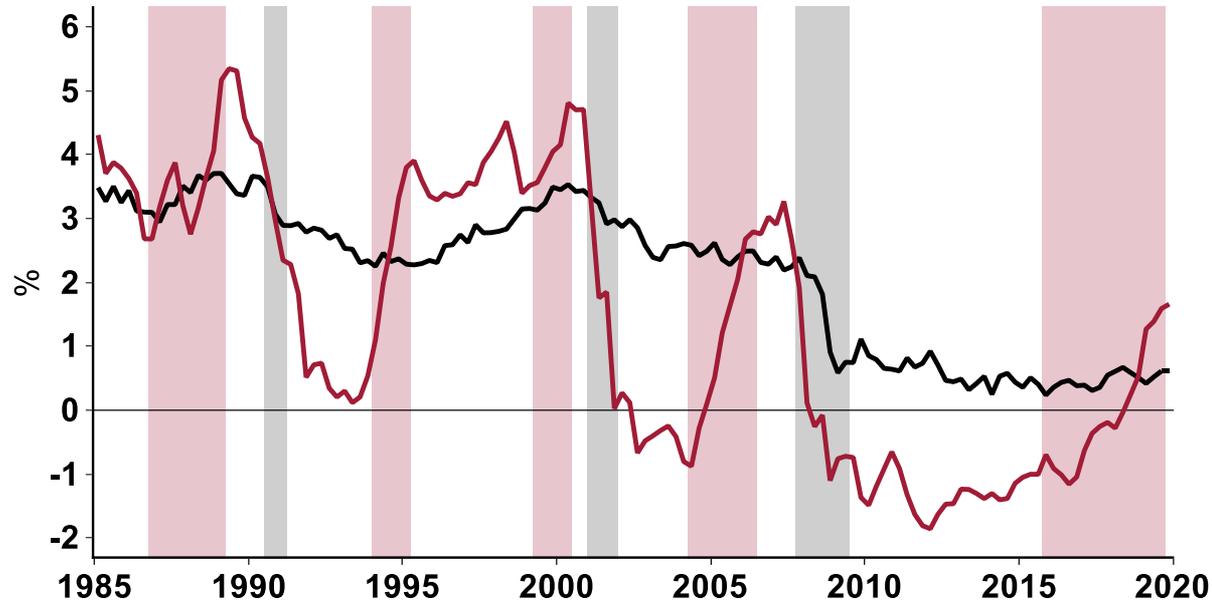


— Realer US-Leitzins (inklusive Erwartungen für 2019)

MACROBOND

- Markterwartung 2019
  - 2-3 Zinserhöhungen zu je 25 Basispunkten
- Damit hätte sich der reale Leitzins des Fed im Laufe von 2019 (rosa Fläche) weiter nach oben bewegt

# Gefahr einer zu straffen Geldpolitik in USA war real

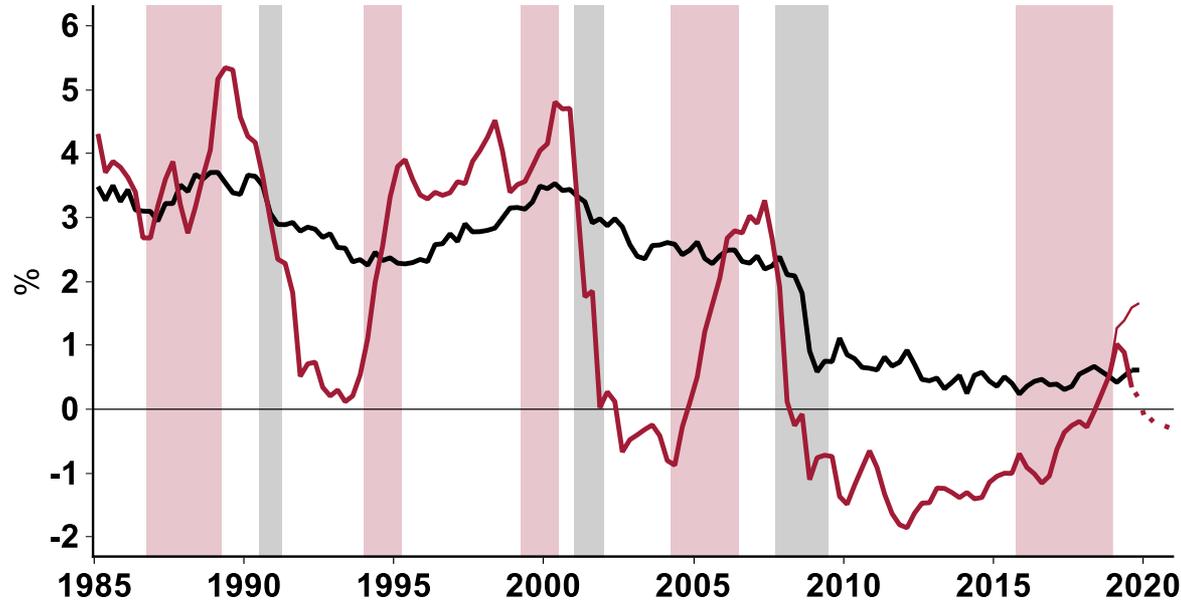


– Realer US-Leitzins (inklusive Erwartungen für 2019)  
– Neutraler Zins (Schätzung von Holston, Laubach & Williams)

- Rosa Fläche = Zinserhöhungszyklus
- Graue Fläche = Rezession gemäss NBER
- 3 der 4 vorangegangenen Zinserhöhungszyklen zogen eine Rezession nach sich
- Ende 2018 bestand die Gefahr einer zu straffen Geldpolitik in den USA. Dies belastete damals die Aktienmärkte erheblich

MACROBOND

# USA: Die Rezession ist abgesagt



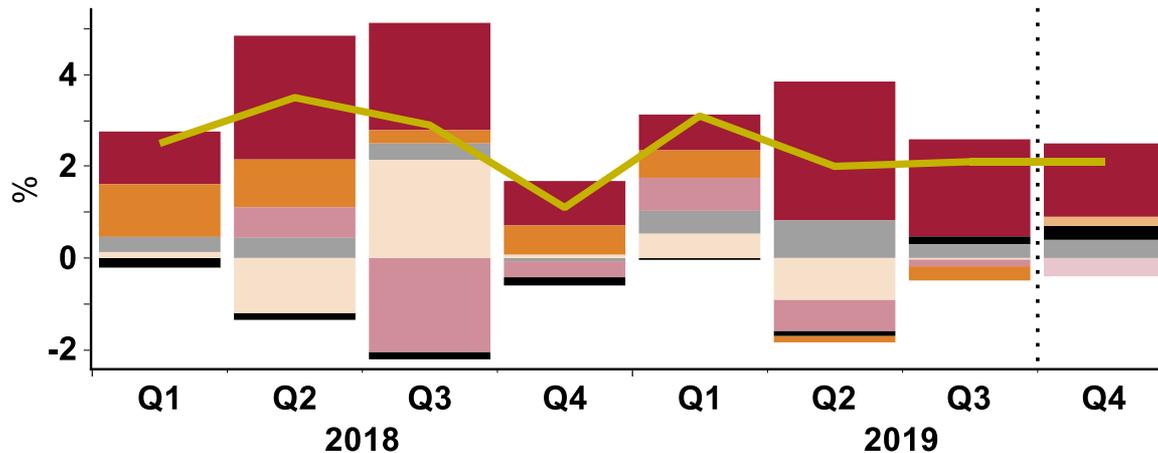
— Realer US-Leitzins (inklusive Erwartung für 2020)  
— Neutraler Zins (Schätzung von Holston, Laubach & Williams)

- Rosa Fläche = Zinserhöhungszyklus
- Graue Fläche = Rezession gemäss NBER
- Erwartung 2020:
  - Kein Zinsschritt des Fed
  - Leicht höhere Inflation
  - Resultat: Rückläufiger realer Leitzins

MACROBOND

# Wachstumsimpulse für zinssensitive Sektoren der US Wirtschaft

USA: Beitrag zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts

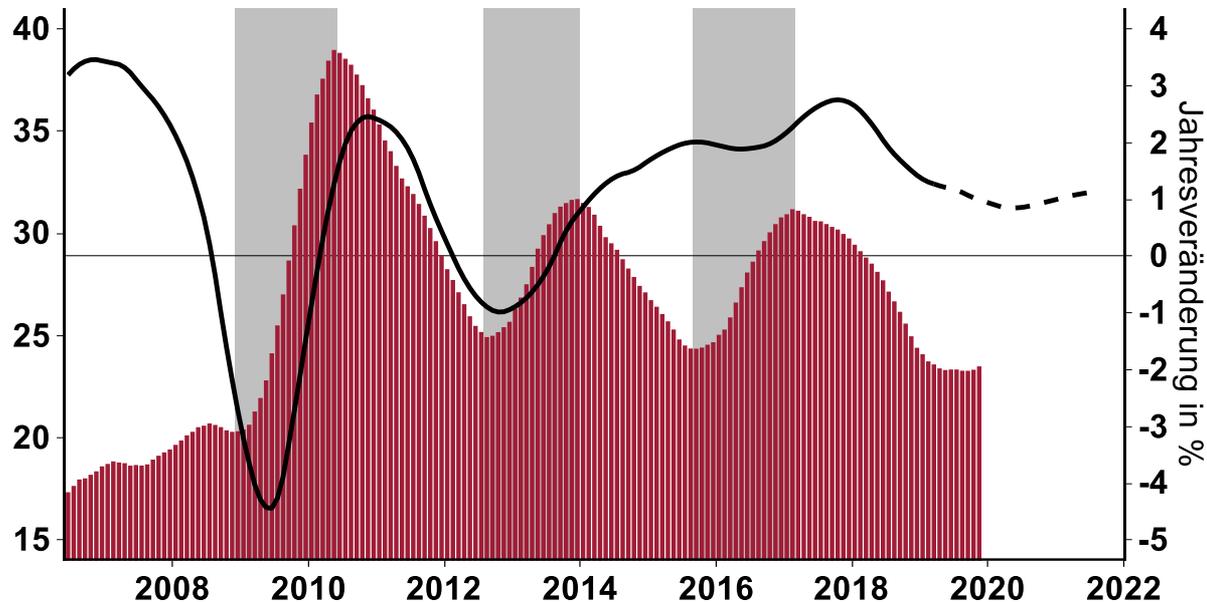


- Reales BIP-Wachstum (annualisiert)
- Privater Konsum
- Ausrüstungsinvestitionen
- Wohnbauinvestitionen
- Saldo Aussenhandel
- Staatlicher Konsum
- Veränderung der Lagerbestände

- 2018: Zunehmende Furcht vor einer Rezession
  - Verlangsamung BIP-Wachstum von 3.5% auf 1.1%
- 2019: Kehrtwende des Fed beflügelte Konsum der Haushalte und Wohnbau
  - Beschleunigung BIP-Wachstum auf 2.3%
- 2020: Erwartetes BIP-Wachstum
  - Swiss Life: 1.7%
  - Konsensus: 1.8%

MACROBOND

# Anders als 2009, 2012 und 2016: Kaum Impulse aus den Schwellenländern



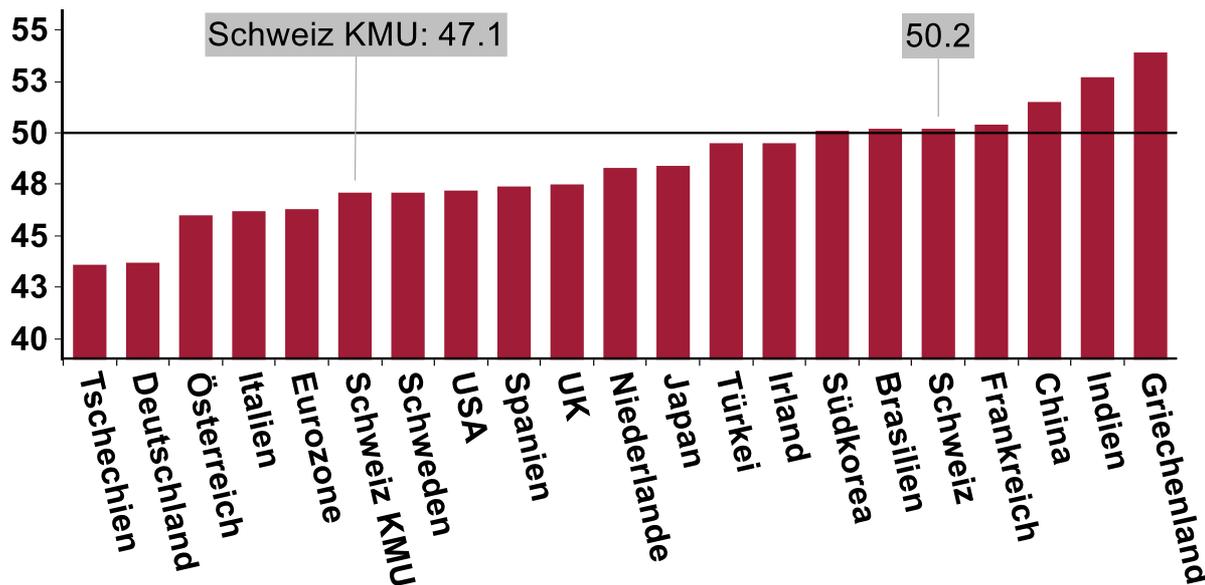
— Eurozone: BIP real (geglättet, Nachlauf 2 Quartale), Skala rechts  
■ Kreditimpuls China (Quelle: Bloomberg), Skala links

- China:  
Geringstes BIP-Wachstum seit 1990
- Indien:  
BIP wächst halb so stark wie 2018
- Lateinamerika:  
Anhaltende politische Unruhen

MACROBOND

# Weltwirtschaft 2020: Trotz Kehrtwende des Fed lokale Rezessionsgefahr

Einkaufsmanagerindizes PMI (verarbeitendes Gewerbe)



■ Dezember 2019

MACROBOND

## Konsensusmeinung #1 «Schwachtes Wachstum»

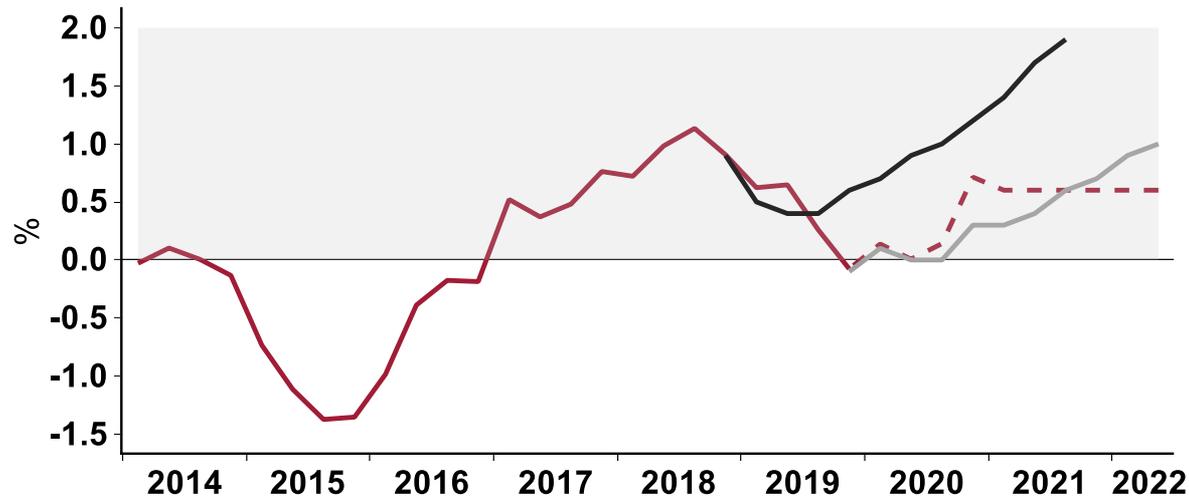
- Europas Industriesektor befindet sich in einer Rezession
- 2020: BIP-Wachstum Schweiz
  - Swiss Life: 1.3%
  - Konsensus: 1.2%
- 2020: Leichter Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland und der Schweiz

Werte PMI > 50 = Expansion

Quellen: IHS Markit, procure.ch,  
Credit Suisse, Raiffeisen Schweiz

# Negativzinsen: Weder Handlungsspielraum noch Handlungsbedarf für die SNB

Schweiz: Bedingte Inflationsprognose der SNB



- Bedingte Inflationsprognose der SNB: Dezember 2018
- Dezember 2019
- - - Prognose Swiss Life Asset Managers

MACROBOND

## Konsensusmeinung #2

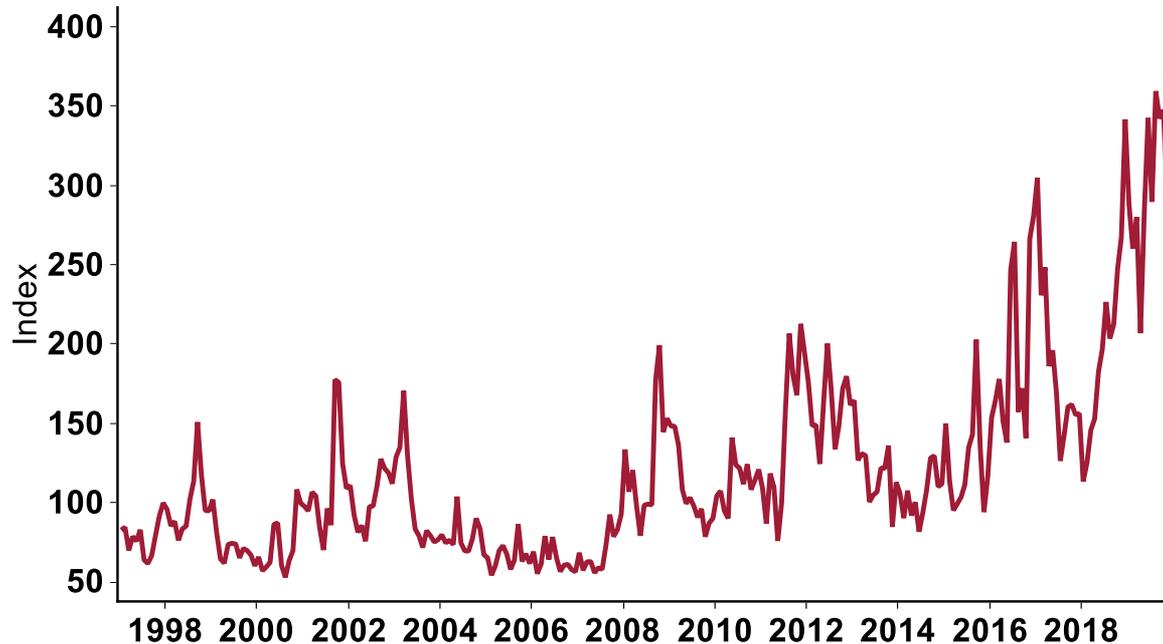
«Low for longer»

## Erwartung Swiss Life Asset Managers

- Fed: Kein Zinsschritt 2020
- EZB: Fortsetzung Kaufprogramm
- SNB: Interventionen am Devisenmarkt

# Ein Trugschluss?

## Politische Risiken bleiben hoch



— Economic Policy Uncertainty Index (Quelle: Baker, Bloom & Davis)

MACROBOND

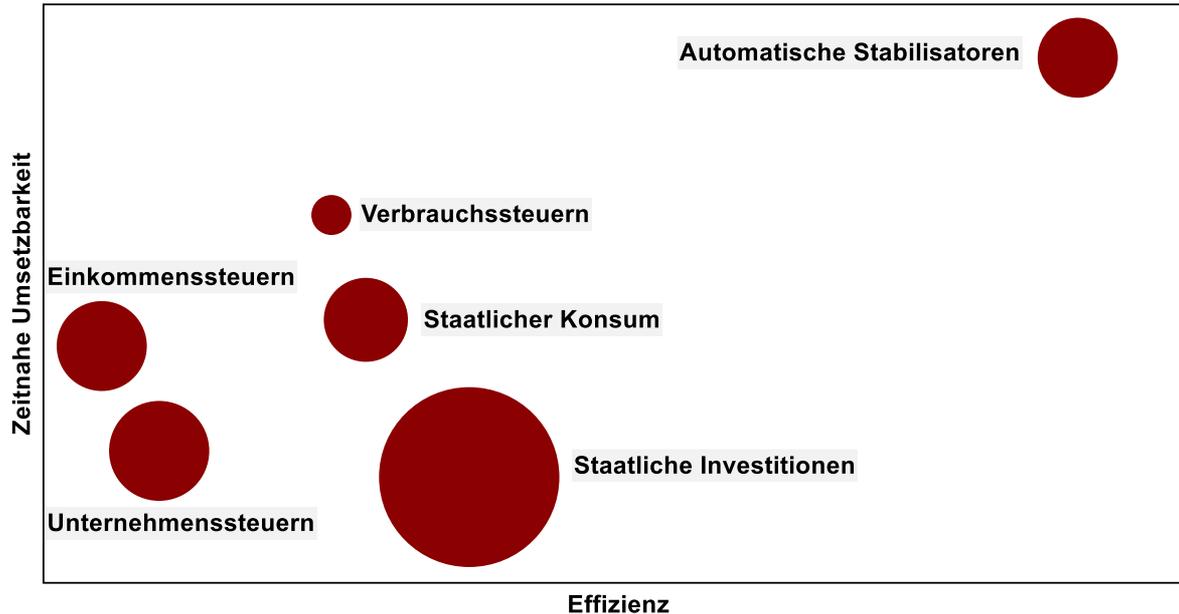
### Konsensusmeinung #3

«Politische Hindernisse sind aus dem Weg geräumt»

- Brexit & Handelsstreit: Risiken eingedämmt; aber nicht gelöst
- US Präsidentschaftswahlen
- Neuwahlen in Italien wahrscheinlich
- Konfliktherd Iran

# Fiskalpolitik in der Eurozone: Zeitnahe Umsetzbarkeit, Effizienz und Effekt

Illustrative Darstellung (Grösse der Blase = Effekt auf BIP Wachstum im Inland)



MACROBOND

- Die höchste Effizienz haben die zeitnah wirkenden automatischen Stabilisatoren
- Staatliche Investitionen haben über die Zeit den grössten Effekt
- Kritische Punkte: Mitnahmeeffekte, Erhöhung der Sparquote, geringe Konsumneigung der Steuerzahler mit hohen Einkommen
- Quellen: IMF (2008, 2013 & 2014); Spilimbergo et al. (2009); Die Volkswirtschaft 2009

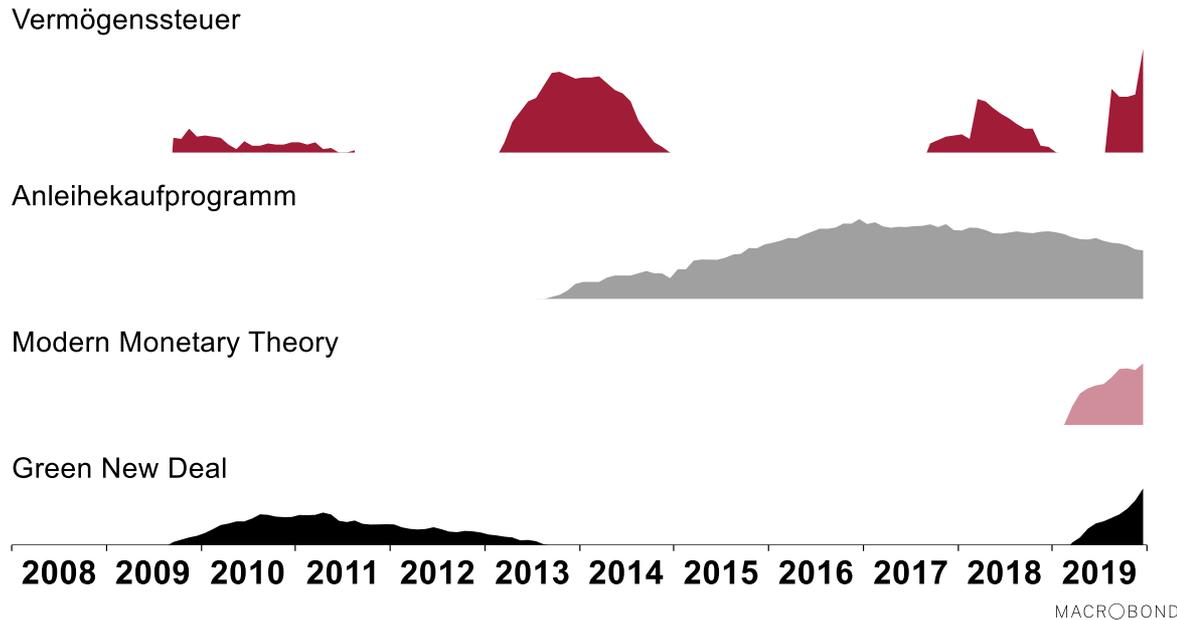
# Die zwanziger Jahre: Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik

- Geldpolitik in den zwanziger Jahren
  - Hohe Inflationstoleranz: Sowohl das Fed als auch die EZB überprüfen ihr aktuelles Inflationsziel als Ankerpunkt ihrer Geldpolitik
  - «Low for longer» (Risiko: Anziehende Inflation zwingt Notenbanken, den Wirtschaftszyklus abzuwürgen)
  - Kürzung der Notenbankbilanzen ist nicht absehbar
  - Unkonventionelle Mittel gehören zum Instrumentenkoffer der Geldpolitik
- Entscheidend ist die Abgrenzung von Geld- und Fiskalpolitik
  - Zunehmende Begehrlichkeiten an die Geldpolitik
  - Fiskalpolitik muss aber in der nächsten Krise eine grössere Rolle spielen
    - Im erneuten Krisenfall scheint der Einsatz von Mitteln bis und mit Helikoptergeld möglich
    - Radikalere Ideen wie die «Modern Monetary Theory (MMT)» sind nicht mehrheitsfähig

# Die zwanziger Jahre: Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik

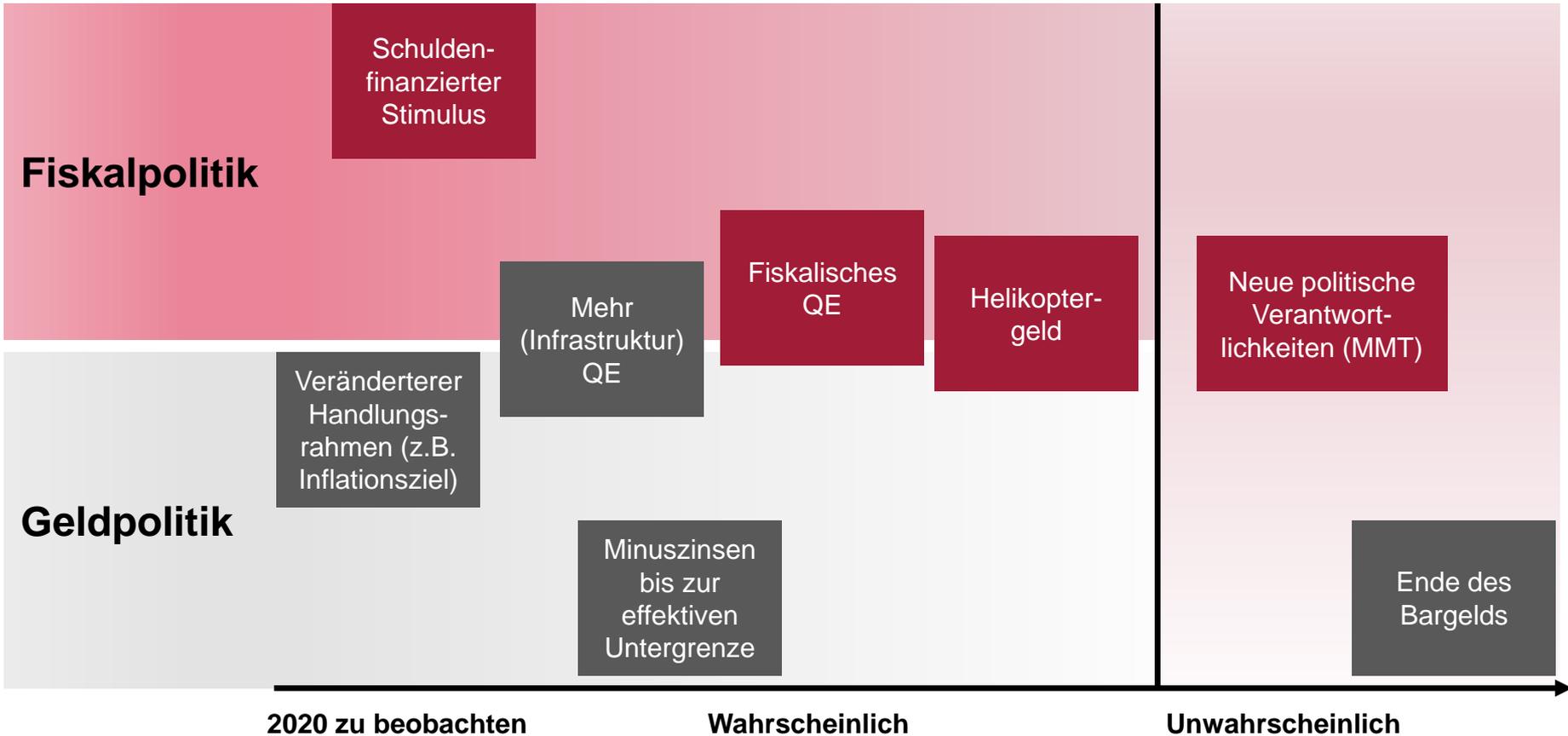
## Deutschland: Intensität Suchvolumen bei Google Trends

Kumuliert über 24 Monate; nur Spitzenwerte sind dargestellt



- Graphik zeigt das Interesse nach verschiedenen Begriffen im zeitlichen Verlauf
- Fiskalpolitische Werkzeuge zur Überwindung der Schuldenkrise (z.B. über Vermögenssteuern) sind nicht mehrheitsfähig
- Entsprechend wurde einseitig auf die Geldpolitik gesetzt
- Neue Konzepte (MMT und Green New Deal) haben grossen Appeal im politischen Diskurs
- Geld- und Fiskalpolitik werden dabei zunehmend vermengt

# Die zwanziger Jahre: Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik



# Ausblick 2020 - Märkte

Daniel Rempfler, Head of Fixed Income, Drittkundengeschäft

# Was bringt 2020 den Obligationenmärkten?

2019



**Makroökonomisches Umfeld:**  
Deutliche Abschwächung der Dynamik



**Geldpolitik:**  
Zentralbanken stark expansiv (Kehrtwende)



**Politische Stabilität:**  
hohe politische Unsicherheit



**Bewertungen an Kreditmärkten:**  
Attraktive Bewertungen



**Renditen:** erfreulich  
«Trotz wirtschaftlicher Schwäche und hoher politischer Unsicherheit waren die Renditen – dank starkem geldpolitischem Rückenwind – erfreulich»

2020



**Makroökonomisches Umfeld:**  
Wachstum, aber leicht unter Potenzial



**Geldpolitik:**  
anhaltend lockere Geldpolitik



**Politische Stabilität:**  
hohe politische Unsicherheit



**Bewertungen an Kreditmärkten:**  
Bewertungen auf Rekordhöhe



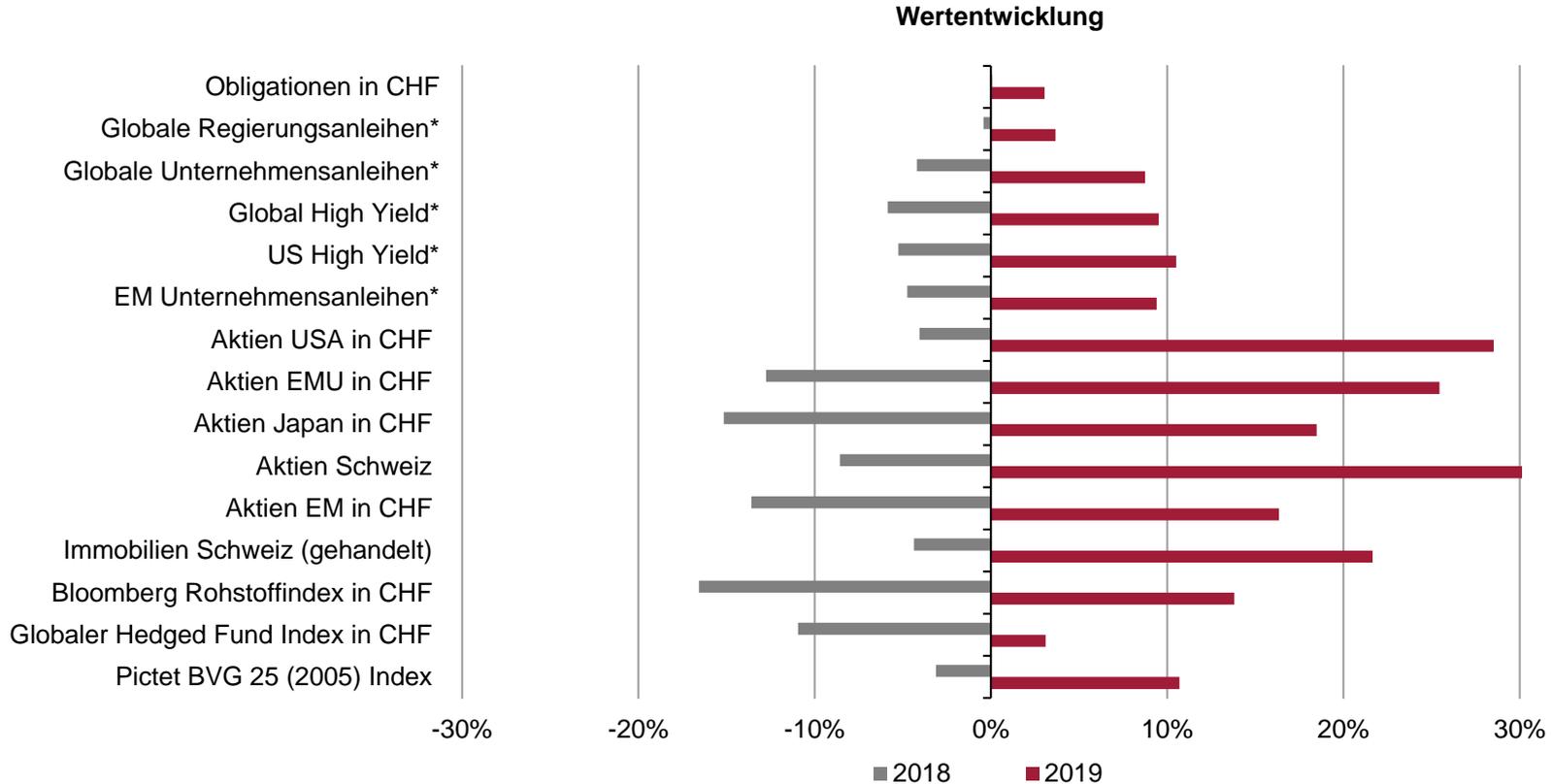
**Renditen: ?**  
«Moderate makro-ökonomische Bedingungen und expansive Geldpolitik sprechen für gute Renditen. Bewertungen sind jedoch extrem und politisch bleibt die Lage fragil»

# Rückblick 2019: Fallende Zinsen & Kreditspannen bescherten uns hohe Renditen auf Obligationen

# Wertentwicklung auf Achterbahnfahrt



*nach einem schwachen 2018 waren die Renditen im 2019 äusserst erfreulich*



Quelle: Bloomberg, per 31.12.2019  
\* abgesichert in CHF

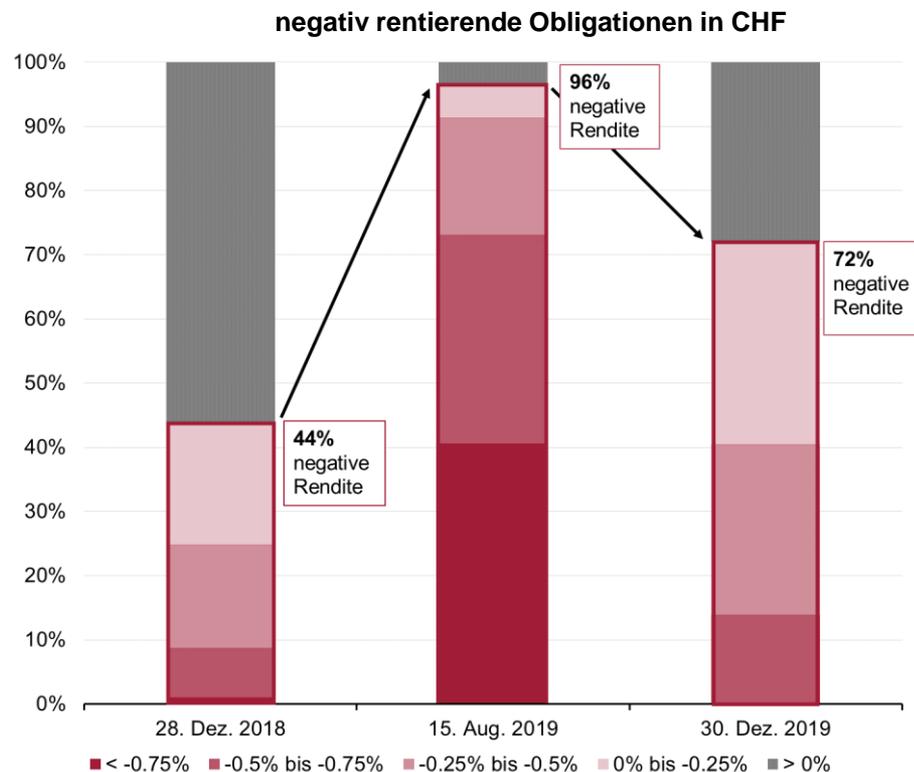
96%

# Zinsen erreichten neue Rekord-Tiefstände

2019 rentierten zeitweise 96% aller CHF Obligationen negativ



Quelle: Bloomberg, Generic Govt 10y Yields, per 31.12.2019

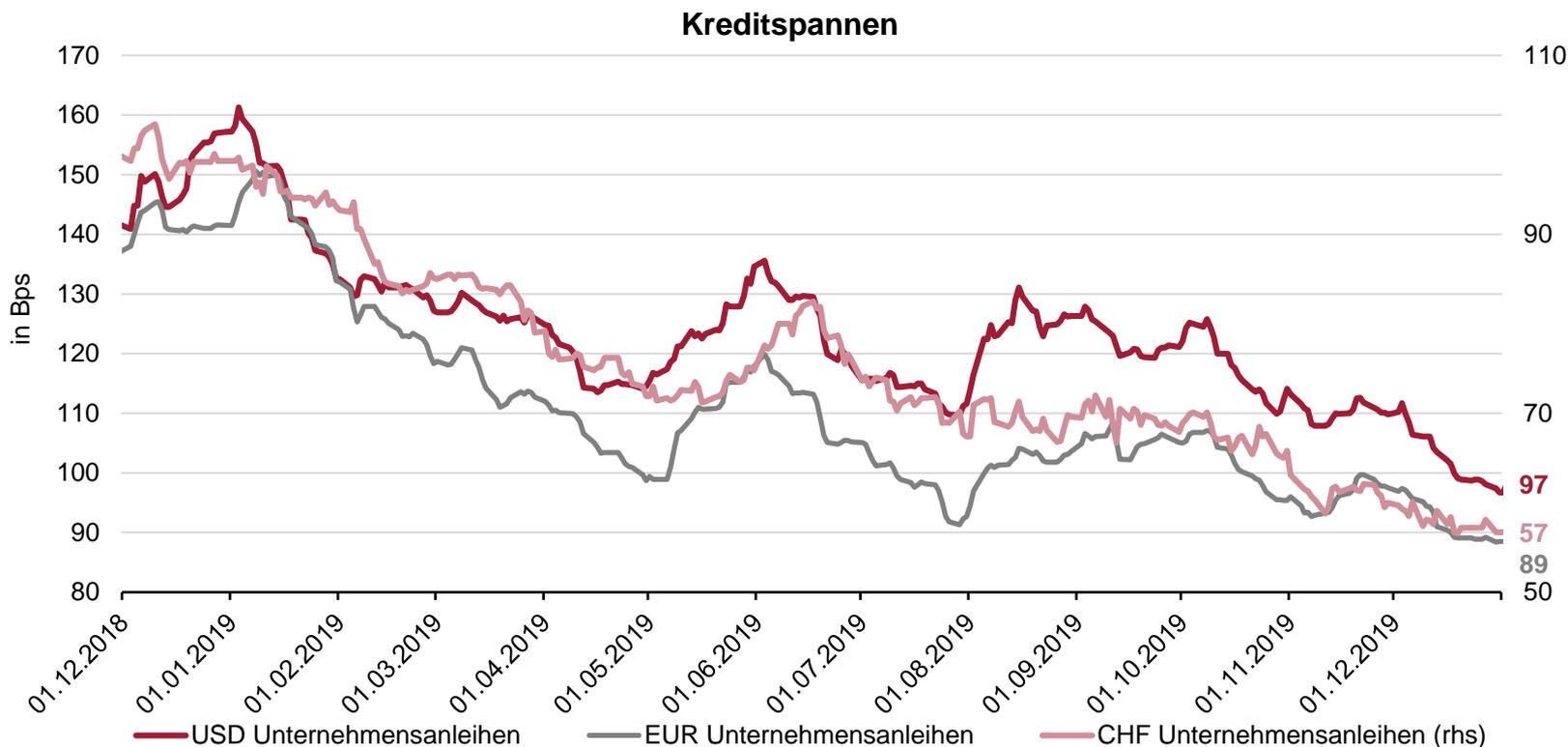


Quelle: SIX, SBI Index, AAA-BBB, per 30.12.2019

# Kreditspannen engten sich nochmals markant ein



...und beendeten das Jahr auf dem Jahres-Tiefstand



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse Indices, per 31.12.2019

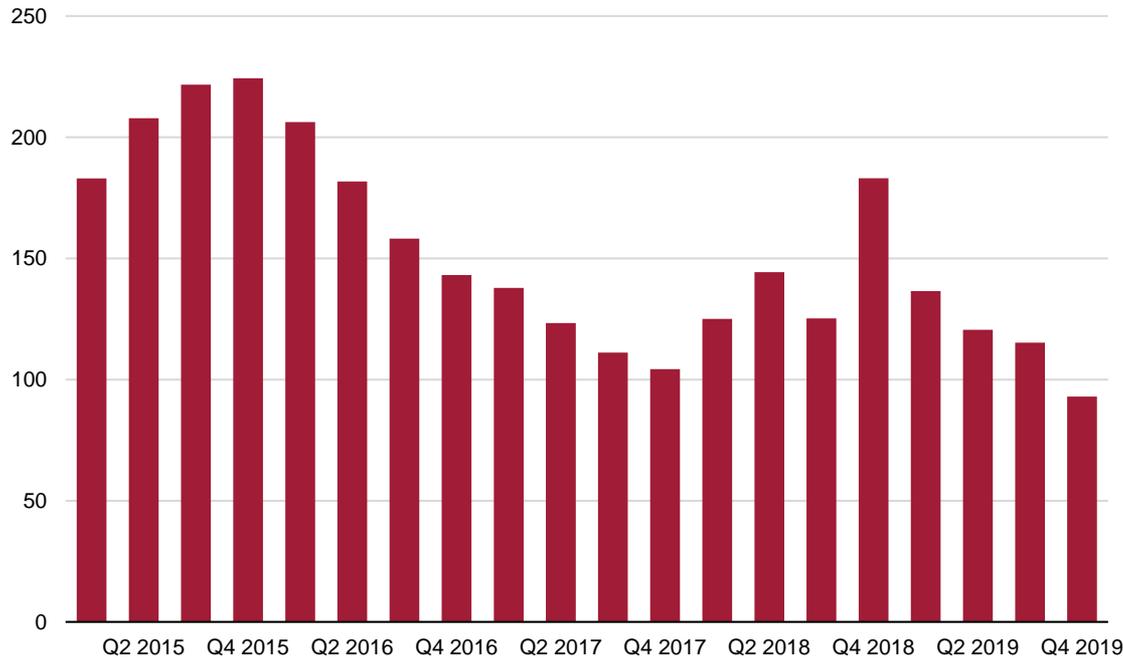
Teure Bewertungen & hohe Unsicherheit

# Rekordhohe Bewertungen an Kreditmärkten

*qualitäts- und durations-adjustiert befinden wir uns auf Rekord-Niveau*



USD Kreditspannen\*



- Wir haben das Niveau der Kreditspannen adjustiert für Veränderungen in der Duration und Kreditqualität
- Als Indikator für die Kreditqualität verwenden wir den Verschuldungsgrad von Unternehmen
- Ein ähnliches Bild wie für die USA zeigt sich auch für andere Kreditmärkte (wie z.B. Europa)

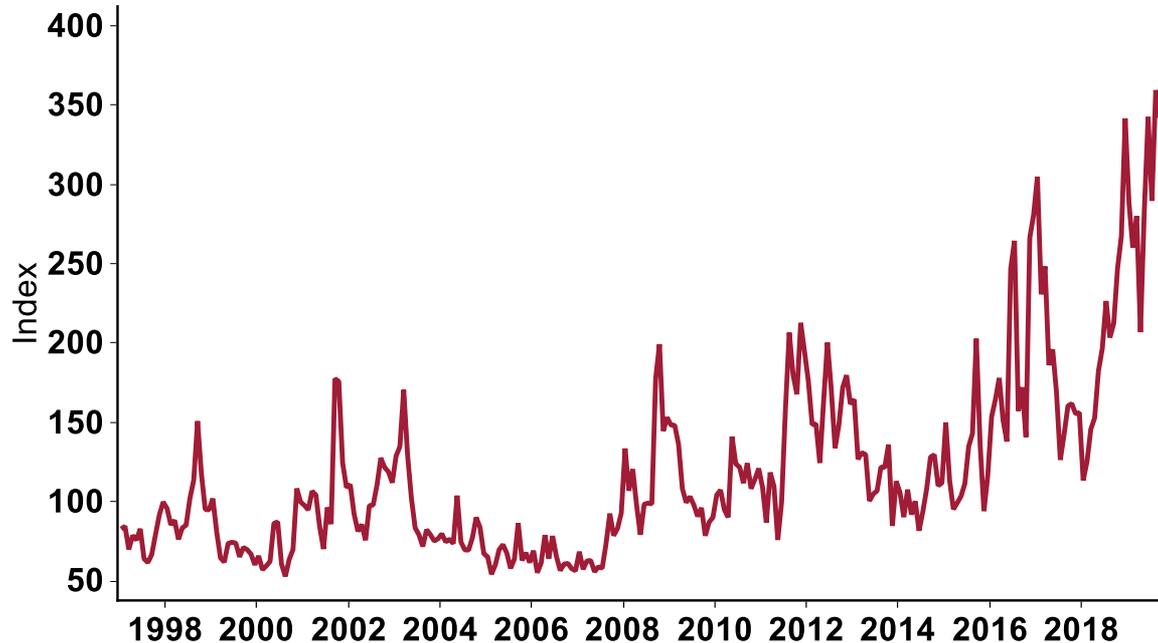
Quelle: Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD Index, per 31.12.2019

\*pro Einheit (Jahr) Duration pro Einheit Verschuldungsgrad (die Zusammensetzung des Index hat sich über die letzten Jahre verändert. Während die Qualität der Emittenten verschlechtert wurde (durchschnittliches fundamentales Bild der Emittenten ist aktuell tiefer) hat sich die Duration des Index erhöht).

# ...bei anhaltend hoher politischer Unsicherheit



*insbesondere der Handelsstreit und der anstehende Brexit hielten die Märkte auf Trab*



— Economic Policy Uncertainty Index (Quelle: Baker, Bloom & Davis)

- Brexit & Handelsstreit: Risiken eingedämmt; aber nicht gelöst
- US Präsidentschaftswahlen
- Neuwahlen in Italien wahrscheinlich
- Konfliktherd Iran

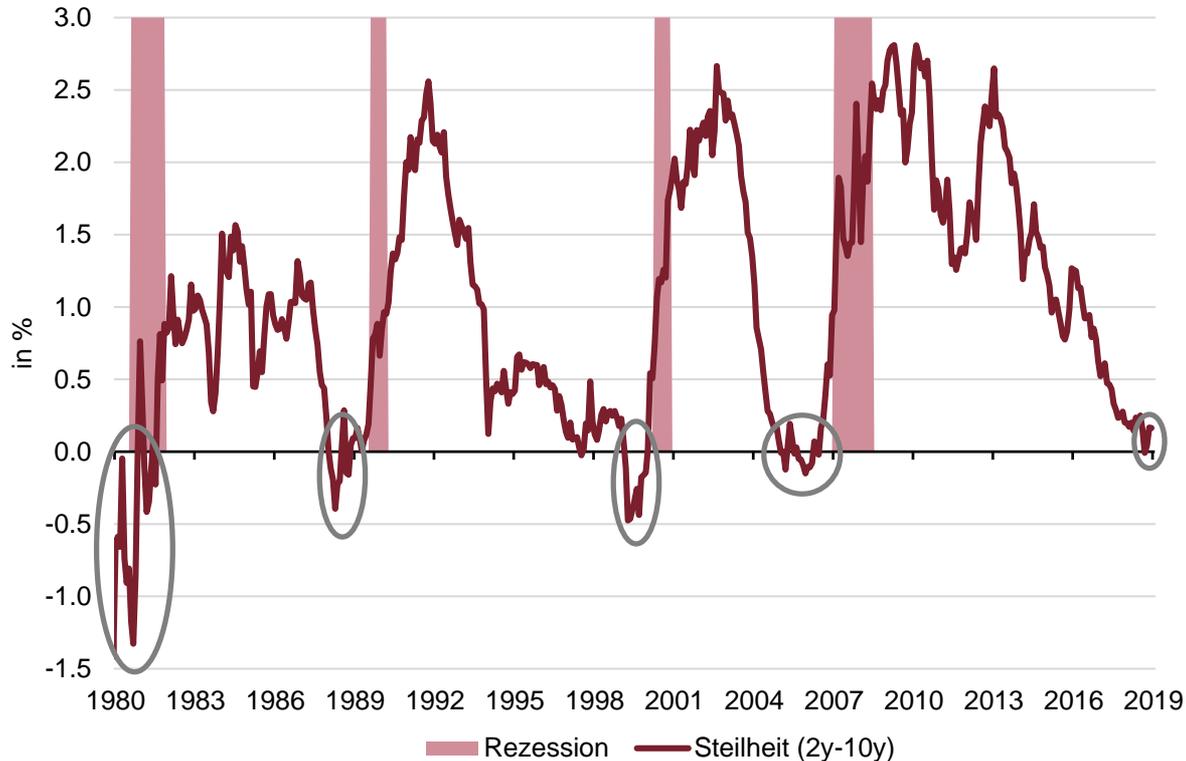
MACROBOND

Quelle: Macrobond, Baker, Bloom & Davis, per 18.12.2019



# ...und unsicherer wirtschaftlicher Entwicklung

die US Zinskurve prognostiziert eine Rezession für 2021



Quelle: Macrobond, per 31.12.2019; Bloomberg US Generic Govt 2 Year Yield & 10 Year Yield, per 31.12.2019

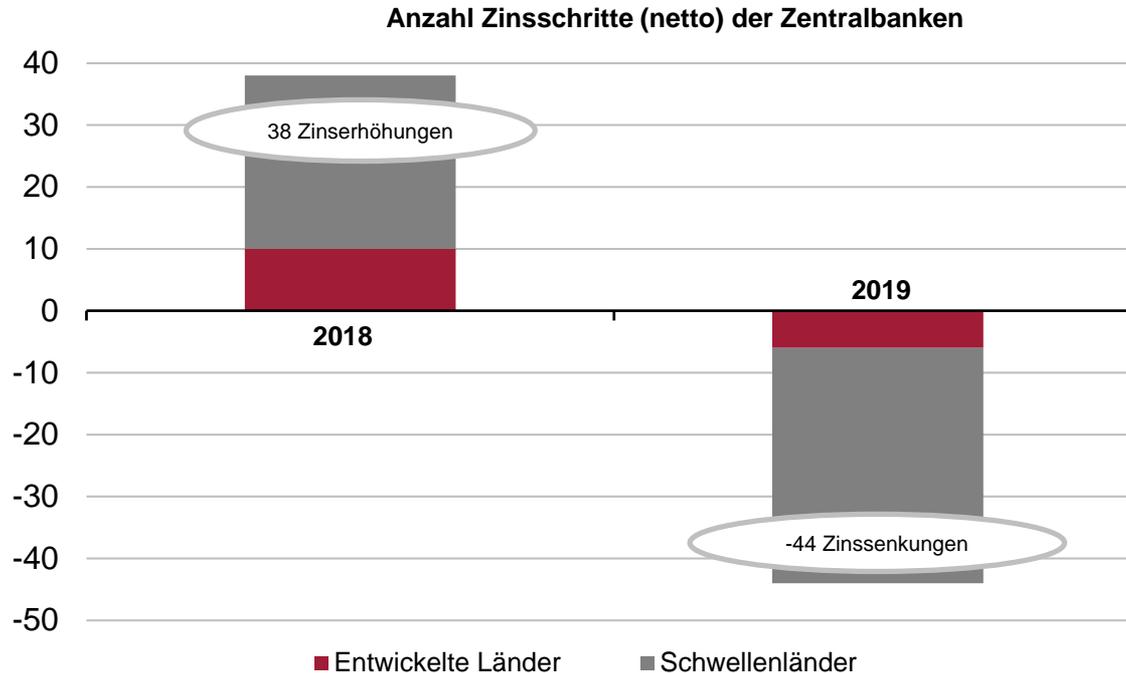
- Historisch war eine Inversion der US Zinskurve (Zins für 10J < 2J) ein zuverlässiger Indikator für eine anstehende Rezession
- Die US Zinskurve invertierte zuletzt im August 2019. Dies deutet auf eine mögliche US Rezession ab 2021 hin
- In diesem Zyklus war die Inversion jedoch mild & kurz, nicht zuletzt weil die Fed den Leitzins zeitnah senkte
- Trotz erhöhter Unsicherheit erwarten wir in unserem Basisszenario für 2020 keine Rezession

# Zentralbanken einmal mehr «Retter in der Not»

# Der Zentralbank «put» lebt!

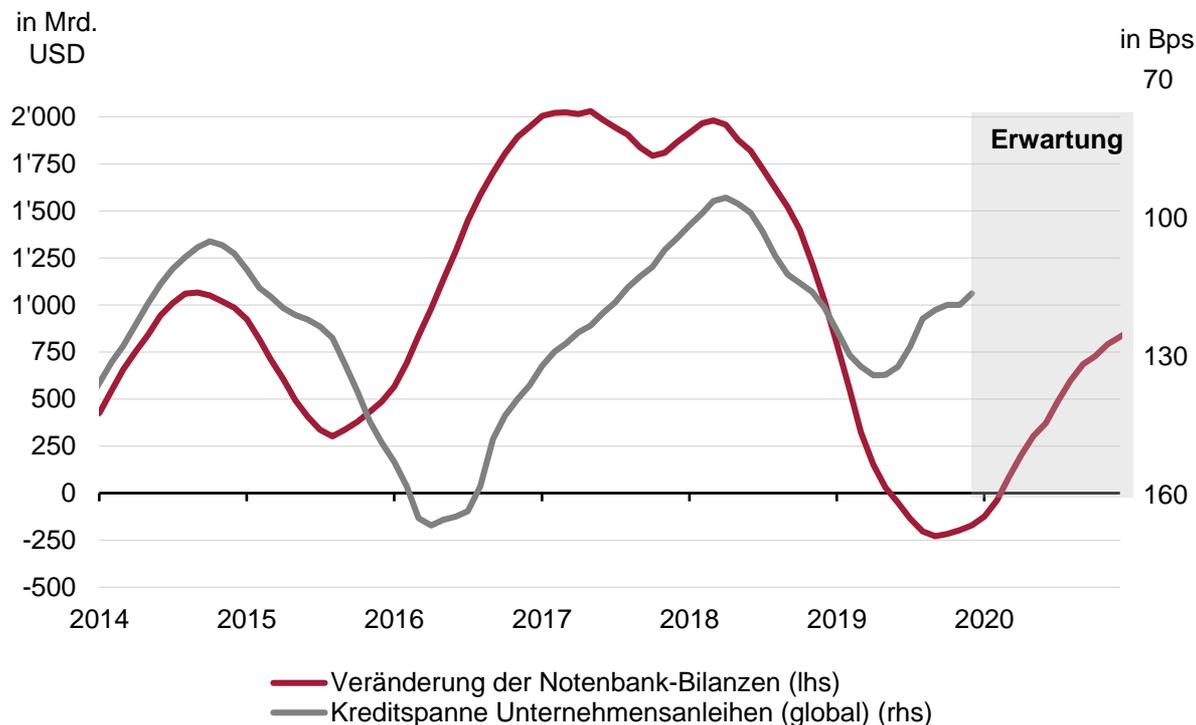


*Zentralbanken haben pro-aktiv auf Rezessionsängste & politische Unsicherheit reagiert*



- Im 2018 fanden Zinserhöhungen insbesondere in den USA und in Kanada statt. Die EZB hat ausserdem ihr Anleihekaufprogramm zurückgefahren
- 2019 haben Zentralbanken weltweit auf Unsicherheit reagiert und Leitzinsen gesenkt (z.B. USA, Australien, Neuseeland). Die EZB hat ihr Anleihekaufprogramm wieder aufgenommen

# ...und Finanzmärkte folgen der Geldpolitik



- Die Grafik zeigt die Veränderungen der Zentralbankbilanzen und stellt sie Veränderungen der Kreditspannen gegenüber (invertiert)
- Eine Ausweitung der Bilanzen hat sich historisch positiv auf Kreditspannen ausgewirkt
- Auch im 2020 dürfte die weitere Ausweitung der Bilanzen unterstützend auf die Obligationenmärkte wirken

Quelle: Macrobond, Notenbank-Bilanzen (berücksichtigte Zentralbanken: Fed, ECB, BoE, BoJ, SNB, jeweils absolute Veränderung über 1 Jahr, geglättet), per 31.12.2019  
Bloomberg, Bloomberg Barclays Global Agg Corporate Index, 180 Tage rollierender Durchschnitt (invertiert), per 31.12.2019

# Fazit

# Fazit



Das **Wirtschaftswachstum** dürfte 2020 **leicht unter Potenzial** ausfallen. Die Schwellenländer fallen als Wachstumslokomotive aus. Schwaches Wachstum; nur lokale Rezessionserscheinungen. Inflation bleibt verhalten.



Wir rechnen mit einer anhaltend weltweit expansiven **Geldpolitik**. Aufgrund des tiefen Zinsniveaus dürfte die **Effektivität** der Geldpolitik **strukturell leiden**. Insbesondere die EZB und die SNB dürften an ihre Grenzen stossen. Die zwanziger Jahre zementieren die Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik.



**Politische Unsicherheit** bleibt in unserem Basisszenario hoch und stellt ein **wesentliches Risiko** für die Finanzmärkte dar.



Insbesondere auf adjustierter Basis stehen die **Bewertungen** an den Unternehmensanleihe-Märkten auf **rekordhohen Niveaus** und bieten somit kaum Schutz vor einer Korrektur.



Wir rechnen mit **volatilen Märkten 2020**. Insgesamt dürften jedoch sowohl Zinsen wie auch Kreditspannen das Jahr nahe am heutigen Niveau beenden.

# Q&A's

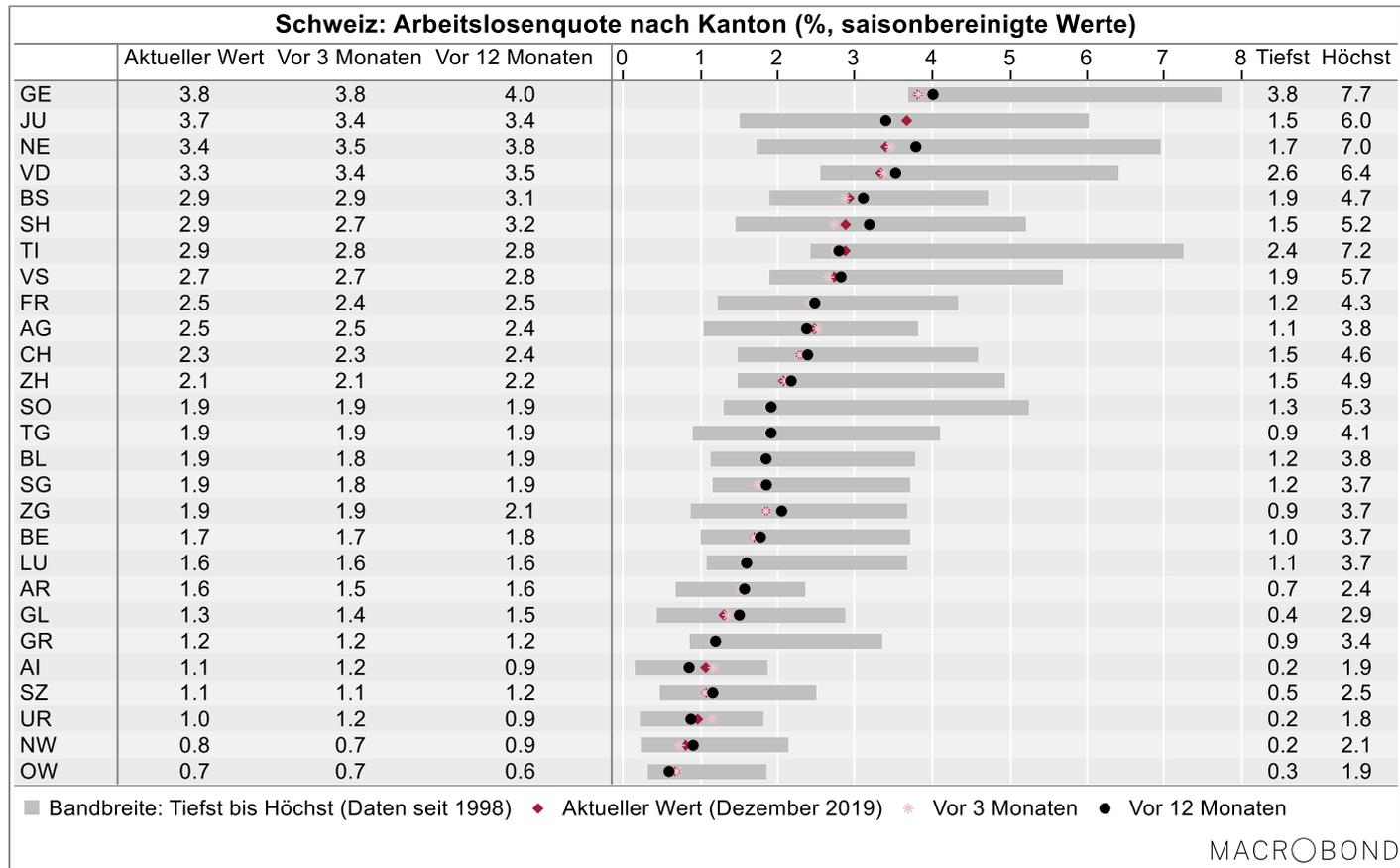
# Appendix

# Wachstums- und Inflationsprognosen

	2020 BIP-Wachstum				2021 BIP-Wachstum				2020 Inflation				2021 Inflation			
	Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus	
USA	1.7%	↑	1.8%		1.8%		n.a.		2.1%		2.0%		2.1%		n.a.	
Eurozone	0.9%		1.0%		1.1%		n.a.		1.2%	↓	1.2%		1.3%		n.a.	
Deutschland	0.6%		0.9%	↑	1.1%		n.a.		1.3%	↓	1.4%	↓	1.4%		n.a.	
Frankreich	1.0%		1.2%	↑	1.1%		n.a.		1.3%		1.2%	↓	1.4%		n.a.	
UK	1.2%	↑	1.1%		1.3%		n.a.		1.9%		1.8%	↓	1.9%		n.a.	
Schweiz	1.3%	↑	1.2%	↑	1.2%		n.a.		0.3%		0.3%	↓	0.6%		n.a.	
Japan	0.3%		0.3%	↑	0.6%		n.a.		0.5%		0.6%	↓	0.3%		n.a.	
China	5.8%		5.8%		5.6%		n.a.		3.5%	↑	2.9%	↑	2.0%		n.a.	

Durchschnittliche Jahresveränderungsraten – Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
 Quelle für Konsensus: Consensus Economics, London; 9. Dezember 2019

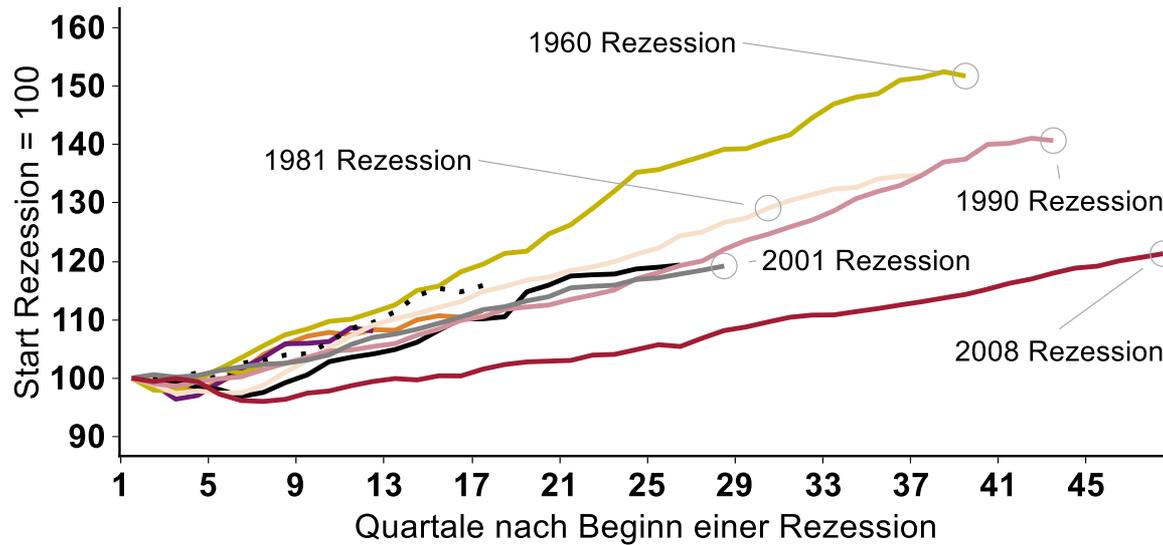
# Arbeitsmarkt Schweiz: Eintrübung in grenznahen und MEM-lastigen Regionen



MACROBOND

# Nur ein halber Erfolg der Geldpolitik: Der längste Aufschwung bei geringem Wachstum

USA: Entwicklung des realen BIP während und nach Rezessionen



— 1980 Rezession · · 1969 Rezession — 1953 Rezession  
— 1973 Rezession — 1957 Rezession

MACROBOND

# Einschätzung der Geldpolitik seit 2008

## Massnahmen

- In Reaktion auf die Finanzkrise 2008 und erneut im Zuge der Europäischen Schuldenkrise 2012 reduzierten die führenden Notenbanken ihre jeweiligen Leitzinsen gegen 0%
- Die verfolgten Ziele änderten sich im Laufe der Zeit:
  - Wahrung der Finanzmarktstabilität (überall 2008)
  - Ankurbelung Wachstum und Beschäftigung (Fed 2009)
  - Wahrung Preisstabilität (Erreichung der Inflationsziele, Vermeidung von Deflation (Fed, EZB, BoJ und SNB))
- Hierfür wurden zusätzlich unkonventionelle, oder neue Instrumente eingesetzt, wie
  - Negativzinsen (in die Nähe des «Effective Lower Bound», ab welchem Cash bevorzugt würde)
  - Quantitative Easing (Kaufprogramme von Staats- und Unternehmensanleihen, sowie Aktien)
  - Mindestkurspolitik zur Verteidigung einer Wechselkursuntergrenze (SNB 2011 – 2015)
  - «Forward Guidance» zur Beeinflussung der Markterwartungen bezüglich Dauer der Tiefzinspolitik

# Einschätzung der Geldpolitik seit 2008

## Nebenwirkungen

- Folgen der Geldpolitik
  - Rekordtiefe Nominalzinsen (aber: Tiefzinsumfeld auch auf strukturelle Entwicklungen zurückzuführen)
  - In Kombination mit einer geringen Inflation sind negative Realzinsen auf Sparguthaben die Konsequenz
  - Starker Wertzuwachs bei Aktien und Immobilien
  - Zunehmende Abhängigkeit der Politik von den Notenbanken
- Kritikpunkte an der Geldpolitik
  - Zweifel an Massnahmen und Wirkung:
    - Die EZB reagierte zu spät auf die Krisensymptome und beging mit zwei Zinserhöhungen in 2008 und 2011 sogenannte «Policy Errors»
    - Die SNB gab mit der Mindestkurspolitik ihre Unabhängigkeit gegenüber der EZB teilweise auf
    - Selbst in den USA reicht das durch die eingesetzten Instrumente erzielte Wachstum nicht an die Wachstumsraten in vorangegangenen Aufschwungsphasen heran und die Inflation bleibt vielerorts unerwünscht tief
  - Angst vor unerwünschten Nebenwirkungen im Bereich Finanzstabilität
  - Fehlanreize: Der «Notenbank Put» verursacht erlahmendem Reformwillen in der Eurozone und geringe Bereitschaft zu wachstumsfördernder Fiskalpolitik

# 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 Head of Fixed Income 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 Gruppe tätig. Daniel Rempfler hat an der Universität St. Gallen BWL mit Vertiefung Finanzen und Kapitalmärkte studiert und ist CFA Charterholder.

# 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.