



Economic Outlook 2021

Swiss Life Asset Managers

26.01.2021

Marc Brüttsch, Chief Economist, Twitter: @MarcBruetsch
Daniel Rempfler, Head Fixed Income
José Antonio Blanco, Head Investment Management

#EconomicOutlook

Agenda

- **Ausblick 2021 – Konjunktur**
Marc Brütsch, Chief Economist
 - Folgen der Pandemie: Arbeitslosigkeit, Firmenkonkurse, politische Instabilität. Droht gar Inflation?
- **Ausblick 2021 – Obligationenmärkte**
Daniel Rempfler, Head Fixed Income, Drittkundengeschäft
 - Ist die Vorwegnahme des perfekten Szenarios gerechtfertigt?
- **Ausblick 2021 – Anlageklassen**
José Antonio Blanco, Head Investment Management, Drittkundengeschäft
 - Wie sollten sich Investoren jetzt aufstellen?
- **Fazit**
- **Q&A's**
- **Appendix**

Ausblick 2021 - Konjunktur

Marc Brütsch, Chief Economist, Twitter @MarcBruetsch

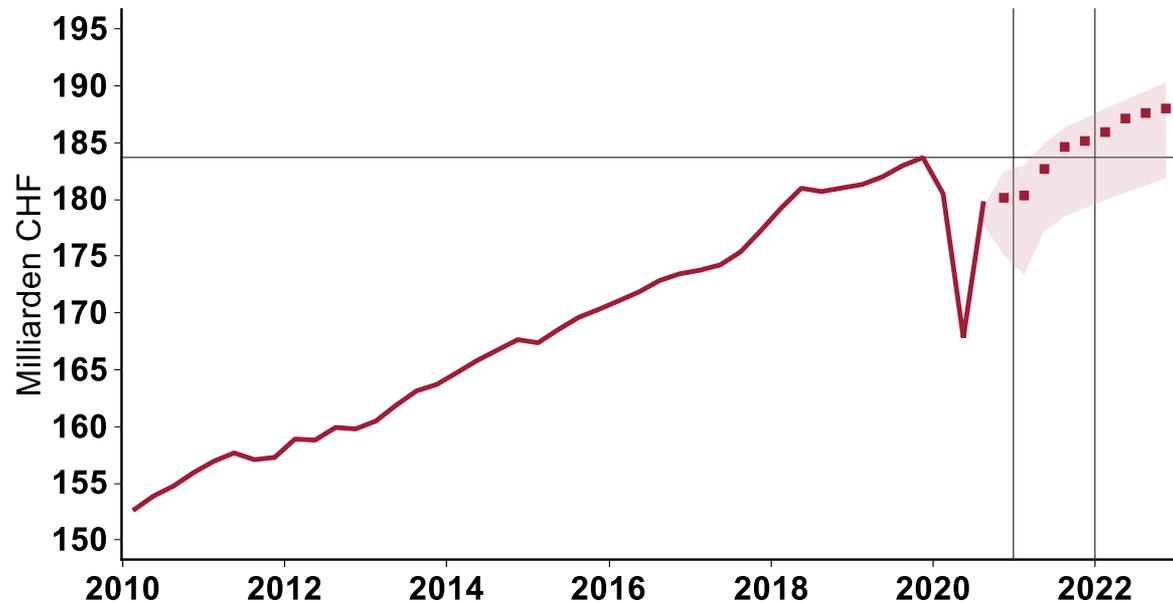
Seit 2020 möglich: Contact Tracing mit der Wirtschaft



SECO WWA Index

- Hochfrequenter BIP-Indikator für die Schweiz
- Index erlaubt jetzt schon Beobachtung des Q1/21
- Weit geringerer wirtschaftlicher Schaden der aktuellen Massnahmen als im Frühling 2020

Schweiz: Schon 2021 gelingt die Rückkehr auf das Vorkrisenniveau



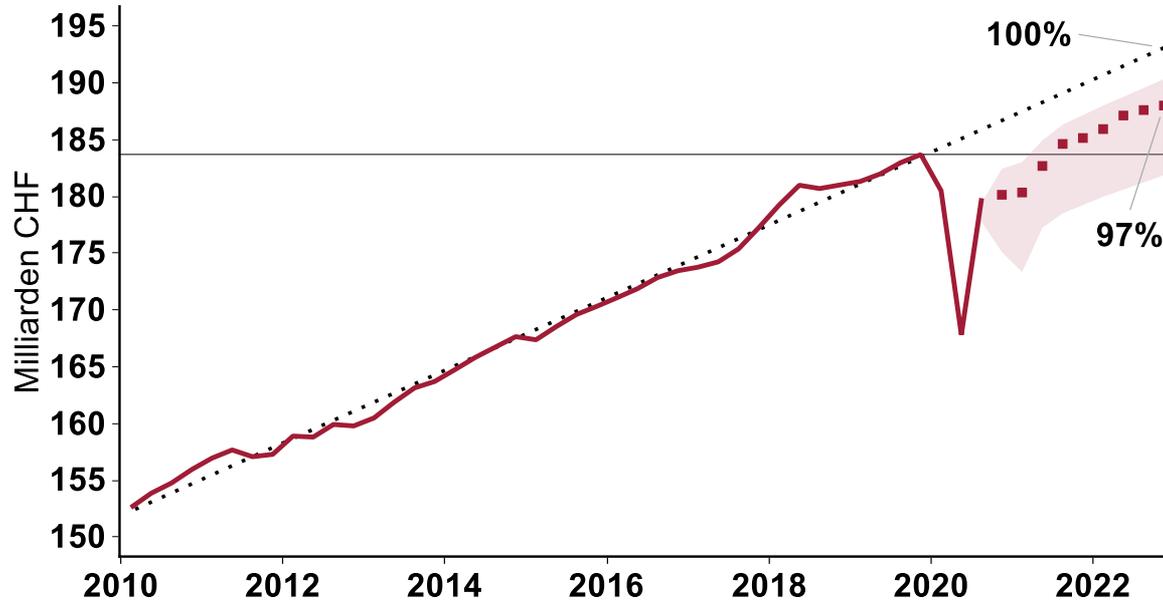
- Schweiz: reales BIP inklusive Prognose Swiss Life Asset Managers
- Bandbreite der Szenarien

BIP-Wachstum Prognose Swiss Life

- 2021: 3.5%
- 2022: 2.2%

MACROBOND

Willkommen in der 97% Wirtschaft



■ Schweiz: reales BIP inklusive Prognose Swiss Life Asset Managers
· Trendwachstum 2010 - 2019 ■ Bandbreite der Szenarien

Spätfolgen der Pandemie

- Gegenüber dem Trendwachstum der Jahre 2010 – 2019 bleibt eine Lücke von rund 3% des Bruttoinlandsprodukt

Arbeitslosenquote Schweiz

- Prognose Swiss Life: 3.6%
- Höchstwert April 2021: 3.8%

Firmenkonkurse 2021

- Starker Anstieg der Konkursraten in besonders betroffenen Bereichen

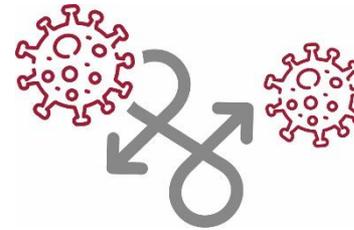
MACROBOND

Was folgt?

Drei mittelfristige Szenarien

- **COVID-19 nimmt einen Umweg**

- Impfkampagne misslingt
- Starker Anstieg bei Arbeitslosigkeit und Insolvenzen
- Erneuter Rückgang der Renditen auf Staatsanleihen



15%

- **97% Wirtschaft**

- Ende der Pandemie 2021 absehbar
- Spätfolgen: Anstieg Arbeitslosigkeit und Firmenkonkurse
- Geringeres Potenzialwachstum
- Erhöhte politische Instabilität



65%

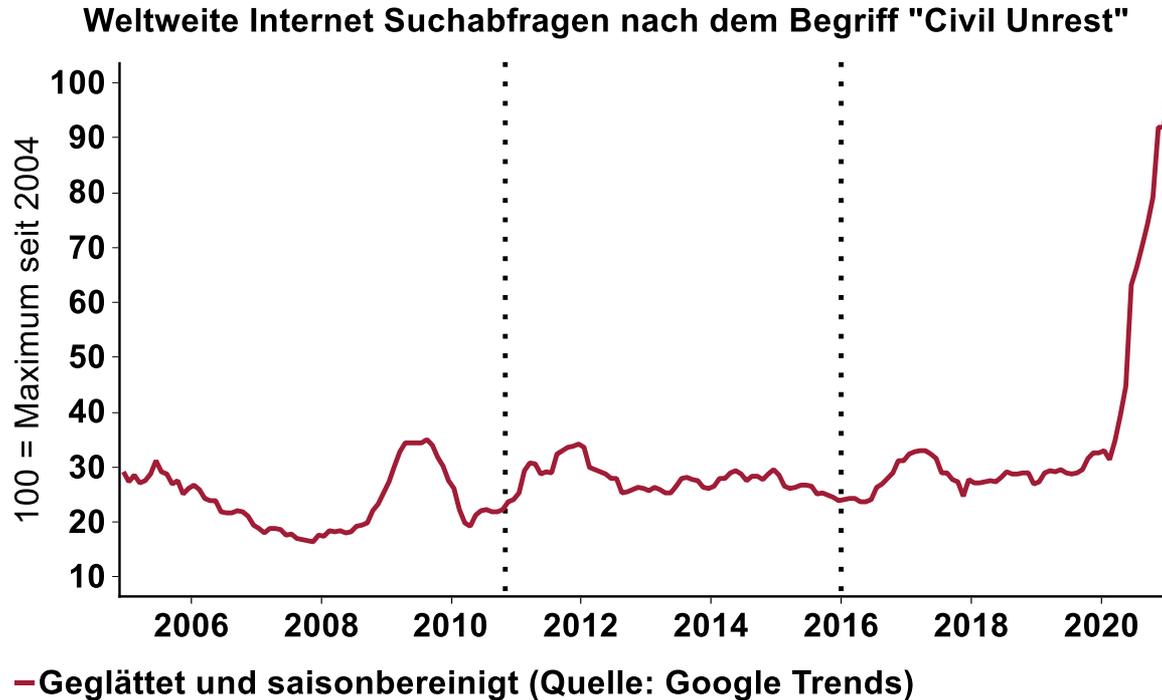
- **Wall of Money**

- Geld- und Fiskalpolitik lösen einen Boom aus
- Inflationserwartungen lösen sich aus ihrer Verankerung



20%

Spätfolgen der Pandemie: Politische Instabilität



Folgen von Pandemien:

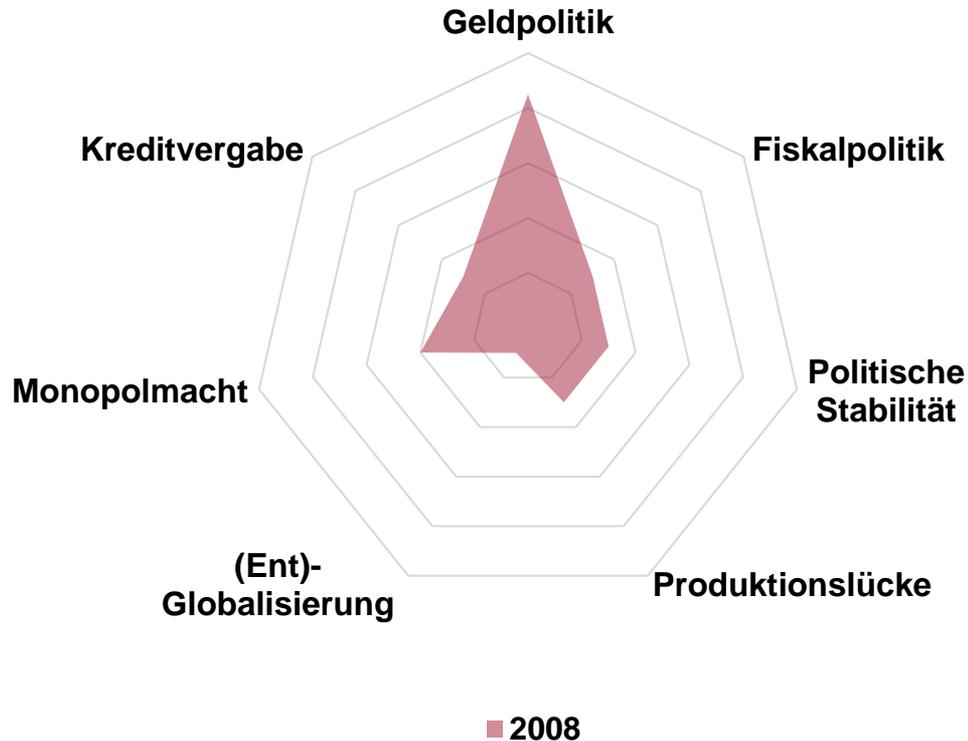
- Schwächeres BIP-Wachstum
- Zunehmende soziale Ungleichheit
- Politische Unruhen

Literaturhinweis:

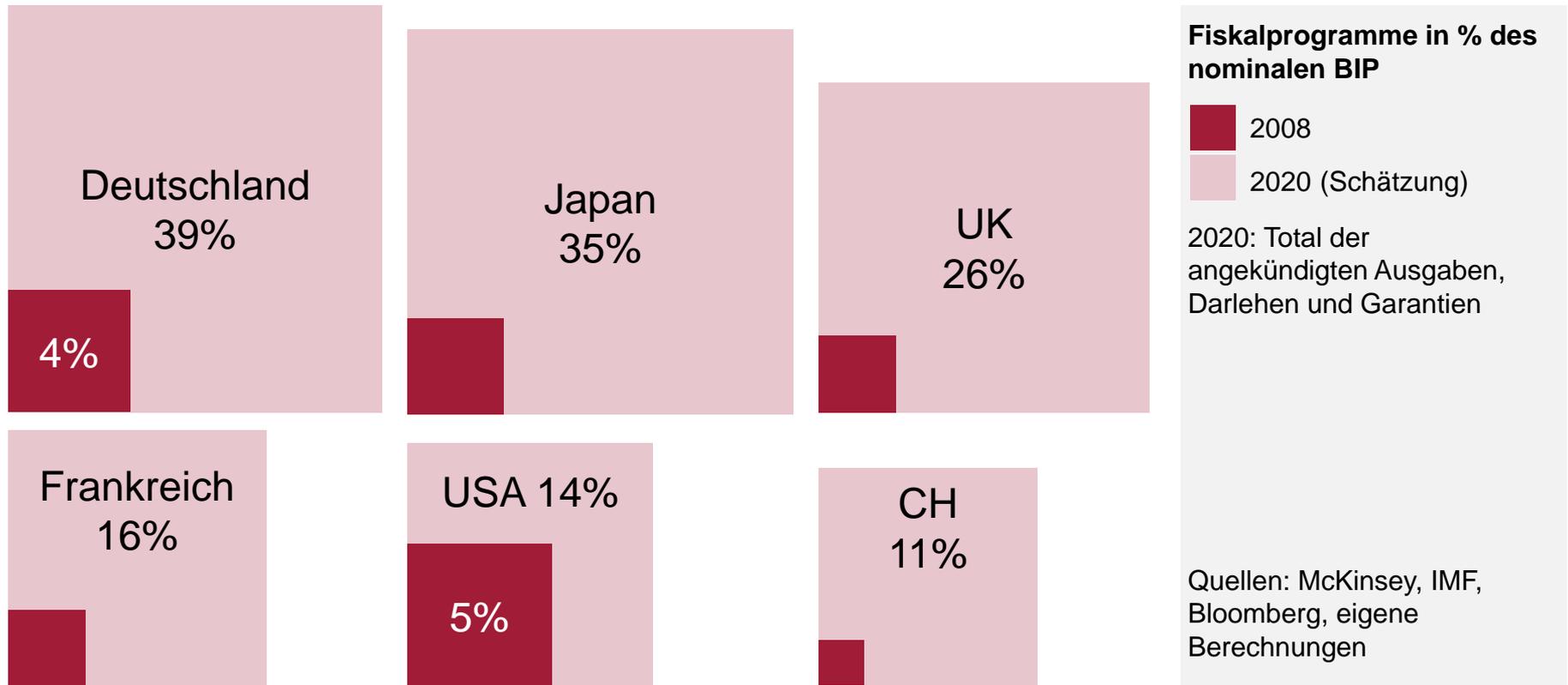
A Vicious Cycle: How Pandemics Lead to Economic Despair and Social Unrest
(T.S. Sedik & R. Xu, IMF Working Paper, October 2020)

MACROBOND

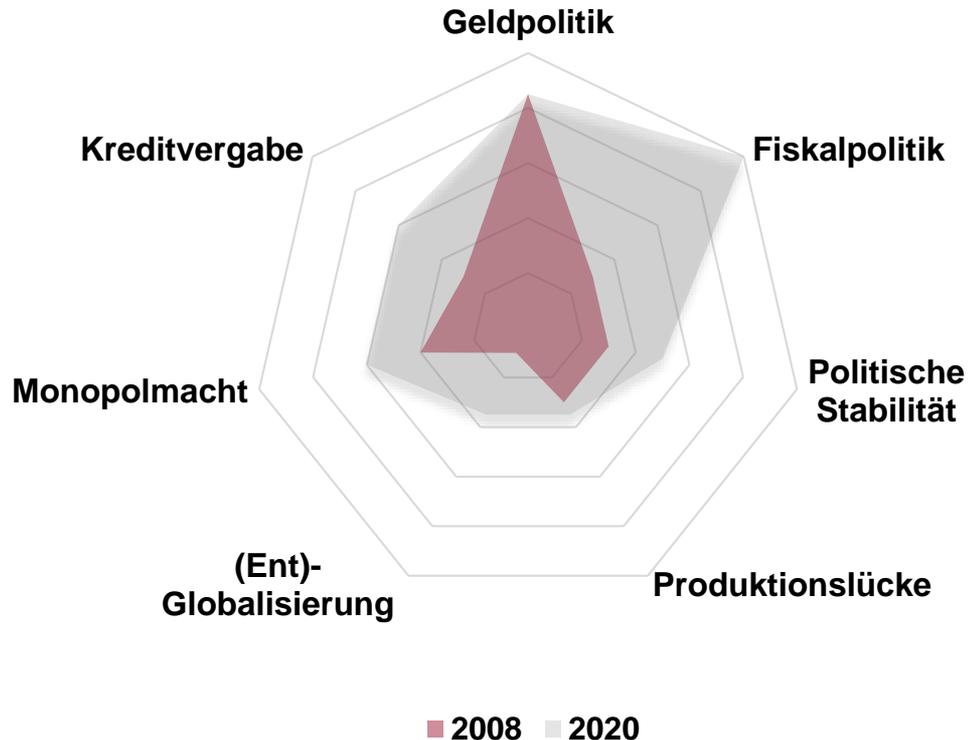
Droht Inflation? 2008 war es die Angst vor der Geldschwemme



Droht Inflation? Auch die Fiskalpolitik ging 2020 aufs Ganze



Droht Inflation? Erst muss die „97% Wirtschaft“ überwunden werden



Situation 2021

Kurzfristig

Geringe Auslastung der Kapazitäten ist disinflationär

Inflationsrate Schweiz

Prognose

Swiss Life Asset Managers

- 2021: 0.5%
- 2022: 0.7%

Langfristig

Gleichgerichtete Geld- und Fiskalpolitik schaffen Inflationspotenzial

Ausblick 2021 - Obligationenmärkte

Daniel Rempfler, Head Fixed Income, Drittkundengeschäft

2020 – ein verrücktes Jahr!

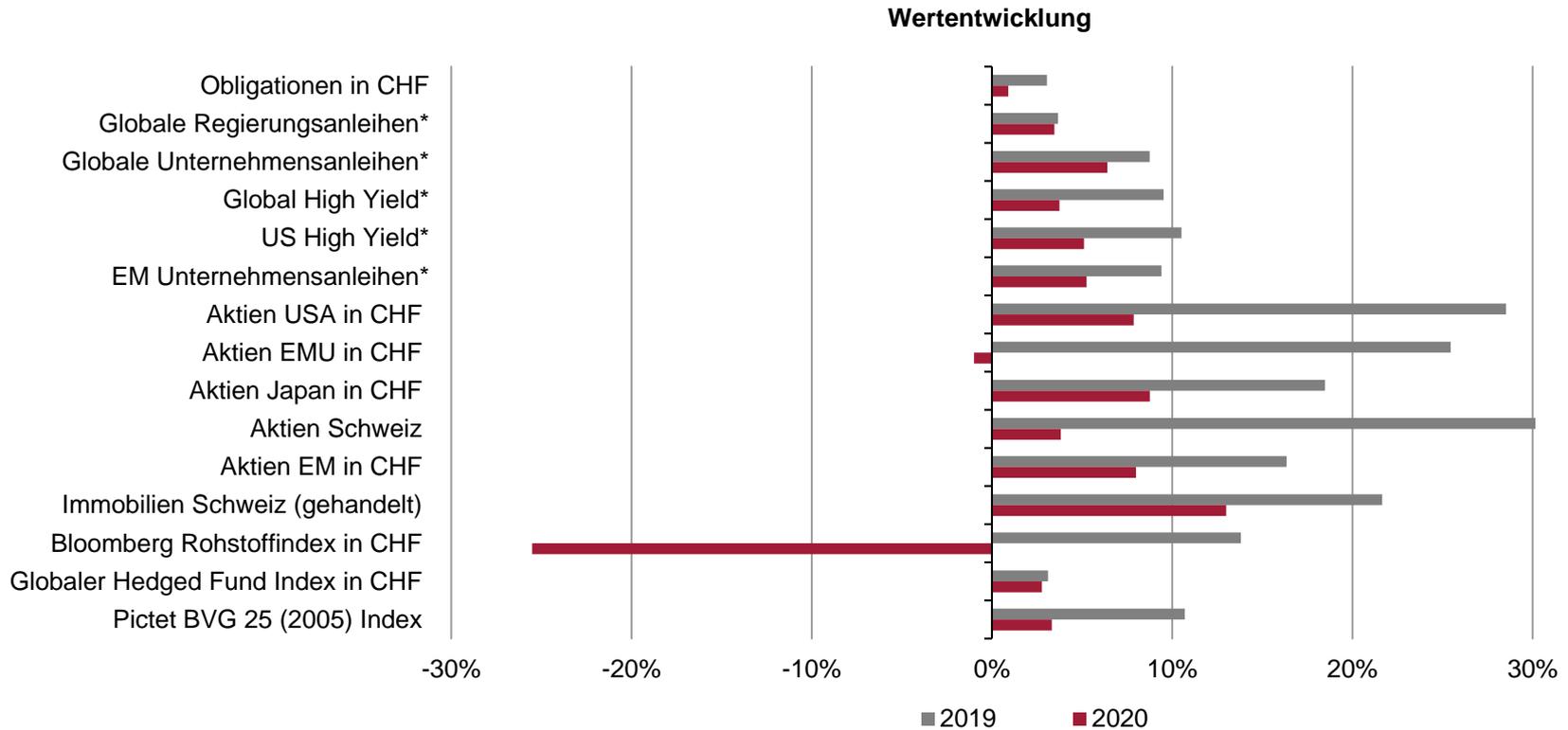
Der grösste Wirtschaftseinbruch seit WWII hat ein synchronisiertes Vorgehen von Fiskal- und Geldpolitik gebracht. Die am letztjährigen Medienfrühstück diskutierte Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik ist heute Realität.

Covid-19 – Geht die Gleichung auf?



Grösster Wirtschaftsschock der Nachkriegszeit?

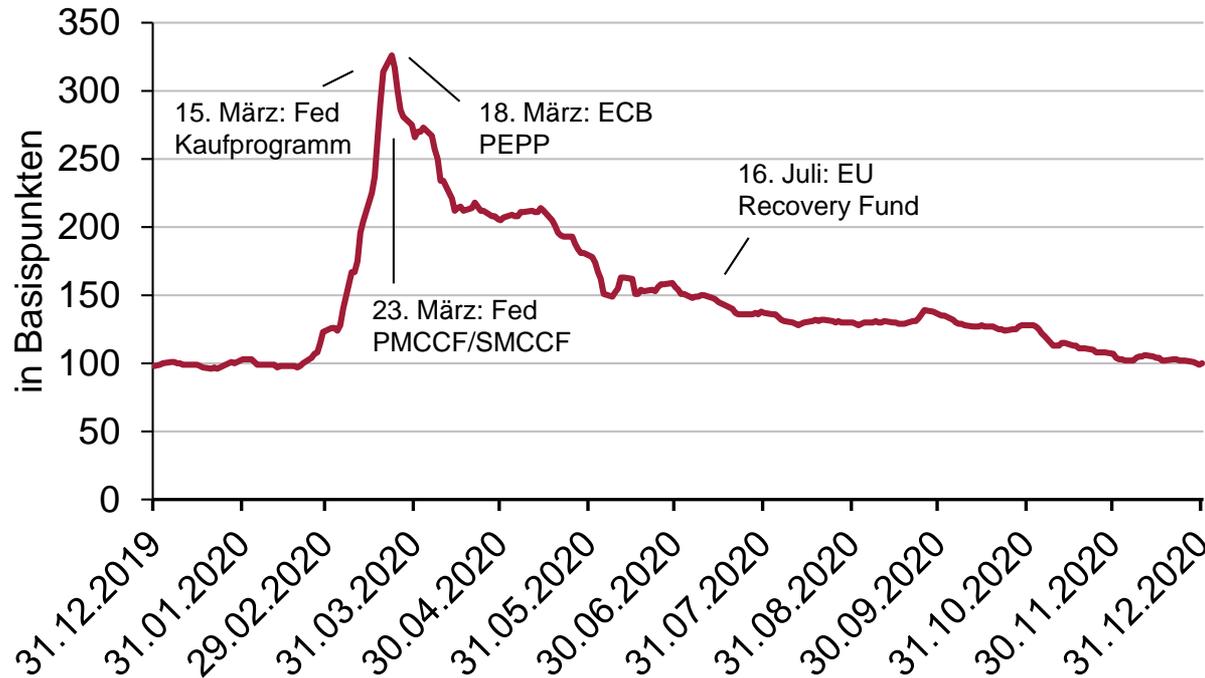
Die Finanzmarkt-Renditen zeigen ein anderes Bild



Quelle: Bloomberg, per 31.12.2020
* abgesichert in CHF

“Credit-Spreads”: Zurück auf Start

Geld- und Fiskalpolitik sei Dank!



Geld- und fiskalpolitische Massnahmen:

- 15. März:
 - 100bps Zinssenkung
 - USD 700 Mrd. QE
- 18. März: EUR 750 Mrd. EZB PEPP
- 23. März: USD 2'300 Mrd. FED QE
- 16. Juli: EUR 750 Mrd. EU Recovery Fund (erster Schritt zur Vergemeinschaftung der Schulden)

3x

Total blähten Zentralbanken ihre Bilanzen 3x mehr auf als in der Finanzkrise.

Im Vergleich zur Finanzkrise, fiel während der Corona-Pandemie die fiskalische Unterstützung 9x höher aus.

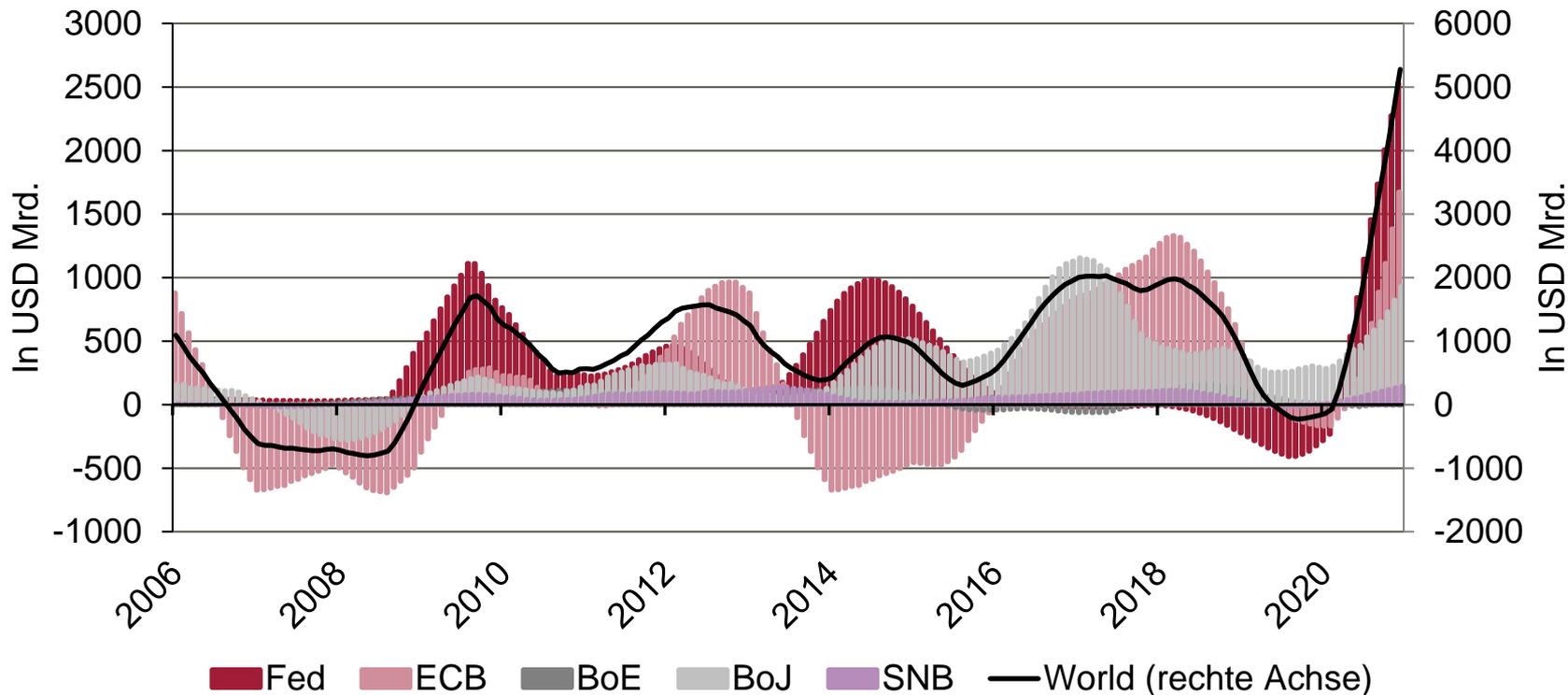
9x

Quelle: Macro Bond, für den Vergleich der Zentralbanken Bilanzen wurde die absolute Veränderung im Jahr 2008 (Finanzkrise) mit der absoluten Veränderung seit Beginn der Coronakrise (01.03.20-31.12.20) verglichen, folgende Zentralbanken wurden dabei berücksichtigt: Fed, ECB, BoE, BoJ, SNB

“Nötli” gegen Krise: Zentralbanken gehen “all-in”

...und auch die Fiskalpolitik lässt sich nicht lumpen

Zentralbankbilanzen

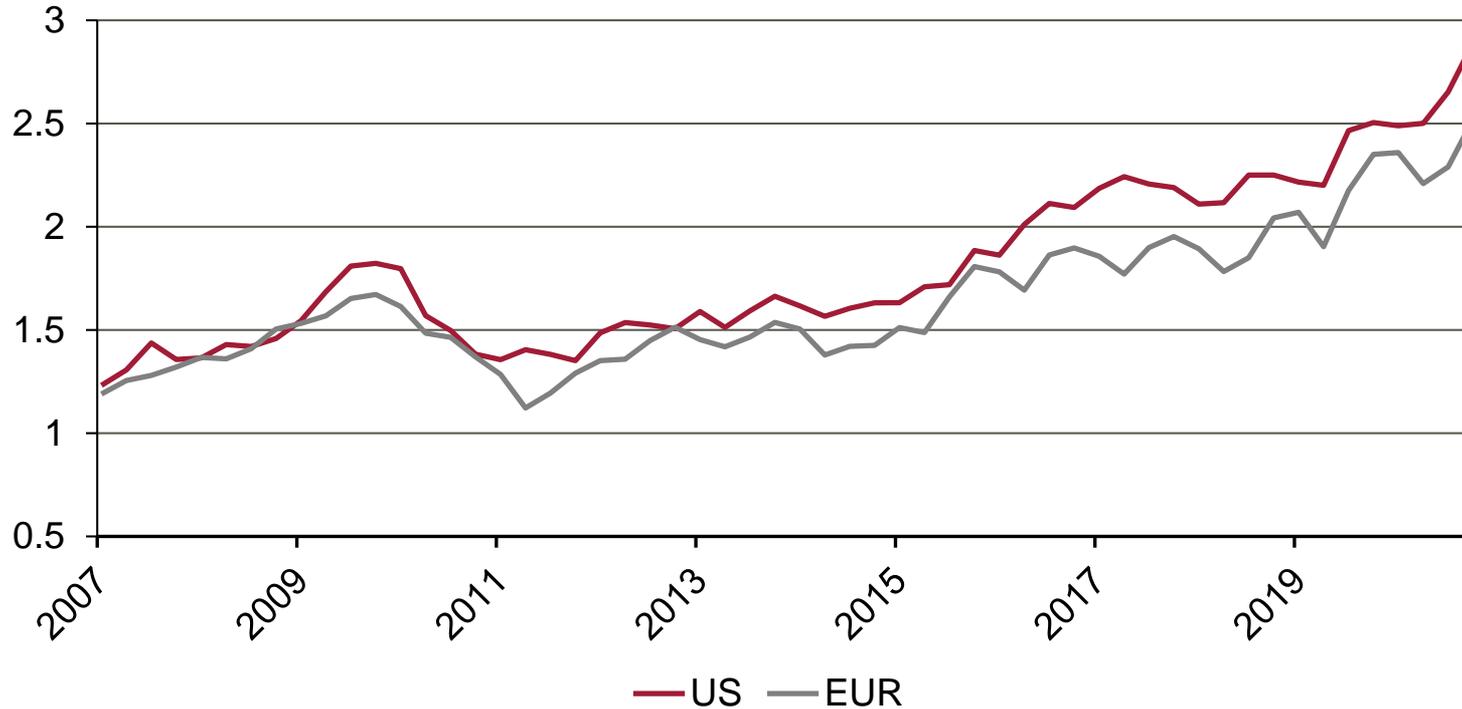


Quelle: Macro Bond, yoy changes, 12m moving average

Das hilft den Unternehmen jedoch nur bedingt

Tiefere Gewinne & rekordhohe Refinanzierungsvolumina hinterlassen ihre Spuren

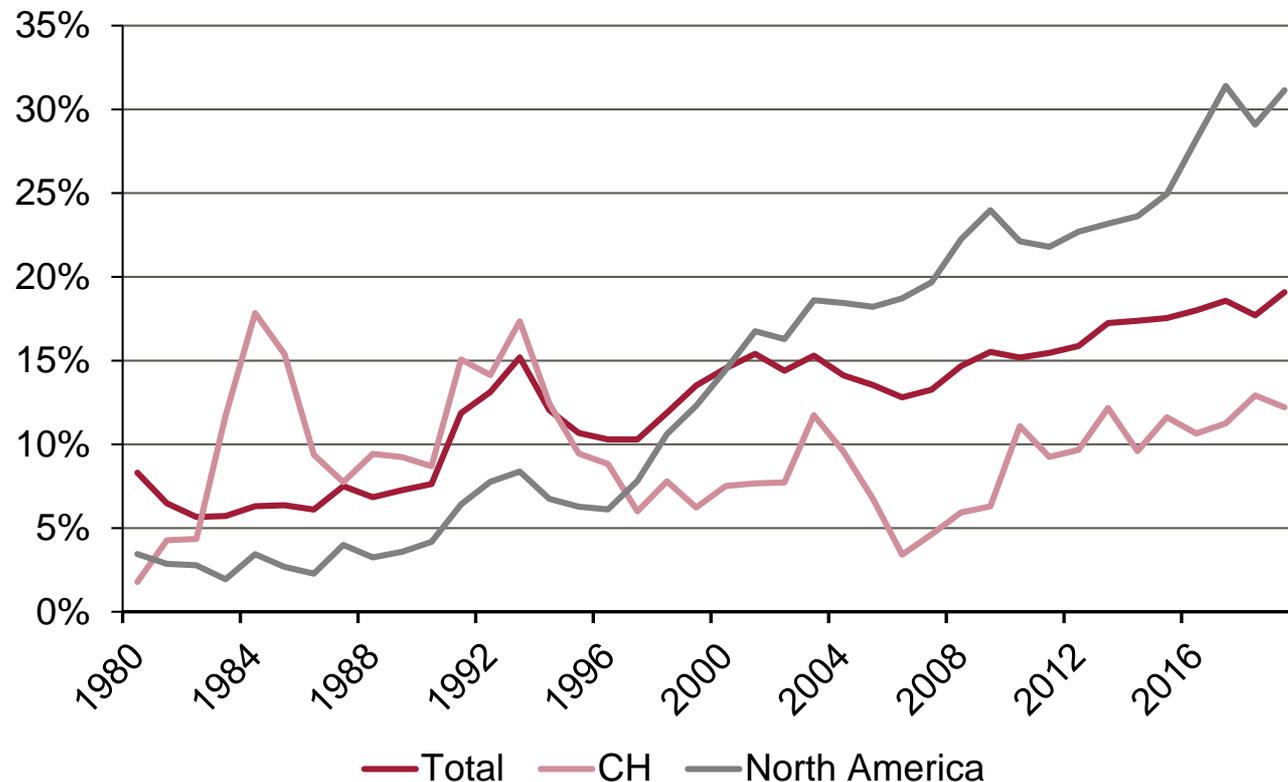
Net Leverage



Quelle: Bloomberg

Starke Zunahme von “Zombie-Unternehmen”

Viele Firmen können mit ihren Gewinnen die Zinskosten nicht mehr decken

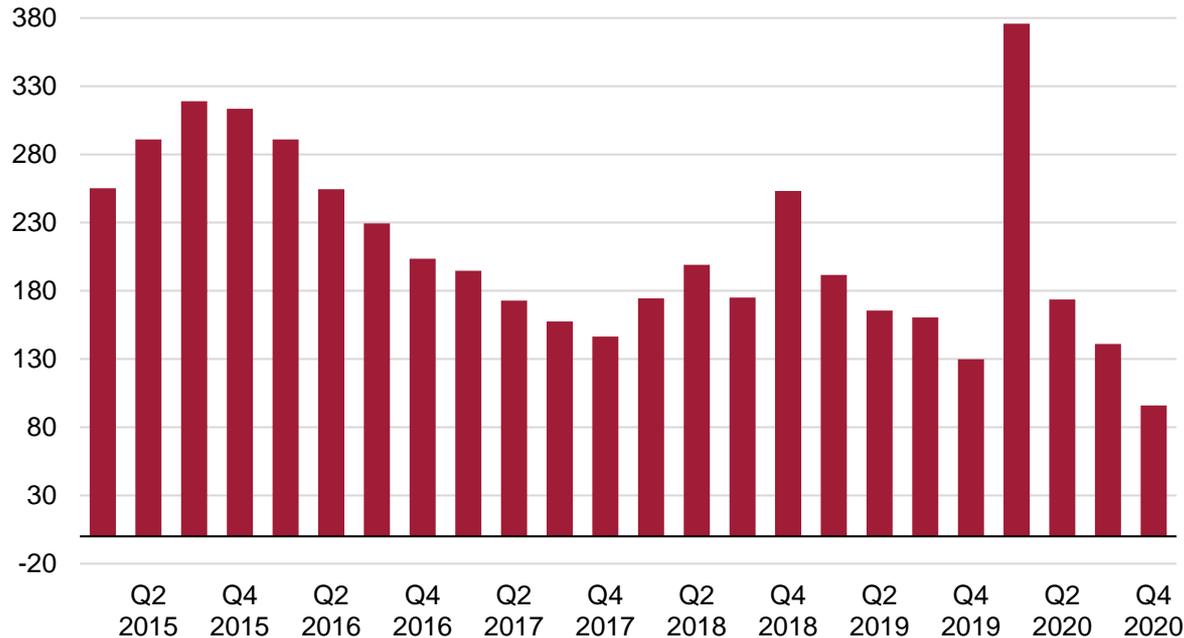


- Trotz Rückgang der Zinsen um mehr als 9% seit 1980 können fast ein Drittel aller US-Unternehmen mit ihren Gewinnen die Zinskosten nicht mehr tragen.
- Auch in der Schweiz ist der Anteil an „Zombie-Firmen“ angestiegen. Im Hochzinsumfeld der frühen 80er und 90er Jahre war er jedoch höher als heute. Schweizer Firmen sind im internationalen Vergleich konservativer aufgestellt.

Bewertungen bieten keinen Puffer

Was geschieht an den Märkten, wenn Fiskal- oder Geldpolitik wieder restriktiver werden?

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 31.12.2021
*pro Jahr Duration & Einheit Verschuldungsgrad

2021 – und was jetzt?

Geht die Gleichung auf? **Vermutlich ja, aber...**



Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung rechnen wir mit weiterhin **freundlichen Märkten**



Das fiskalische und geldpolitische **Rettungsnetz** ist gespannt



Die Märkte sind weiterhin stark darauf angewiesen, denn sie sind zur **Perfektion gepreist (hohe Bewertungen)** und bieten kaum Puffer für Unvorhergesehenes

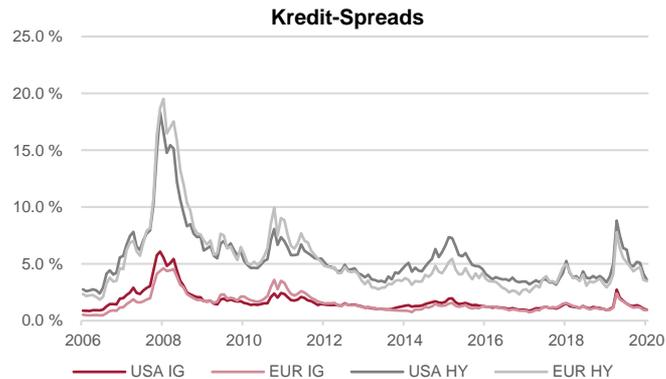


Eine **disziplinierte Kreditanalyse** und Titelselektion sind wichtiger denn je – es wird Gewinner und Verlierer geben

Ausblick 2021 - Anlageklassen

José Antonio Blanco, Head Investment Management, Drittkundengeschäft

Alles ist teuer!



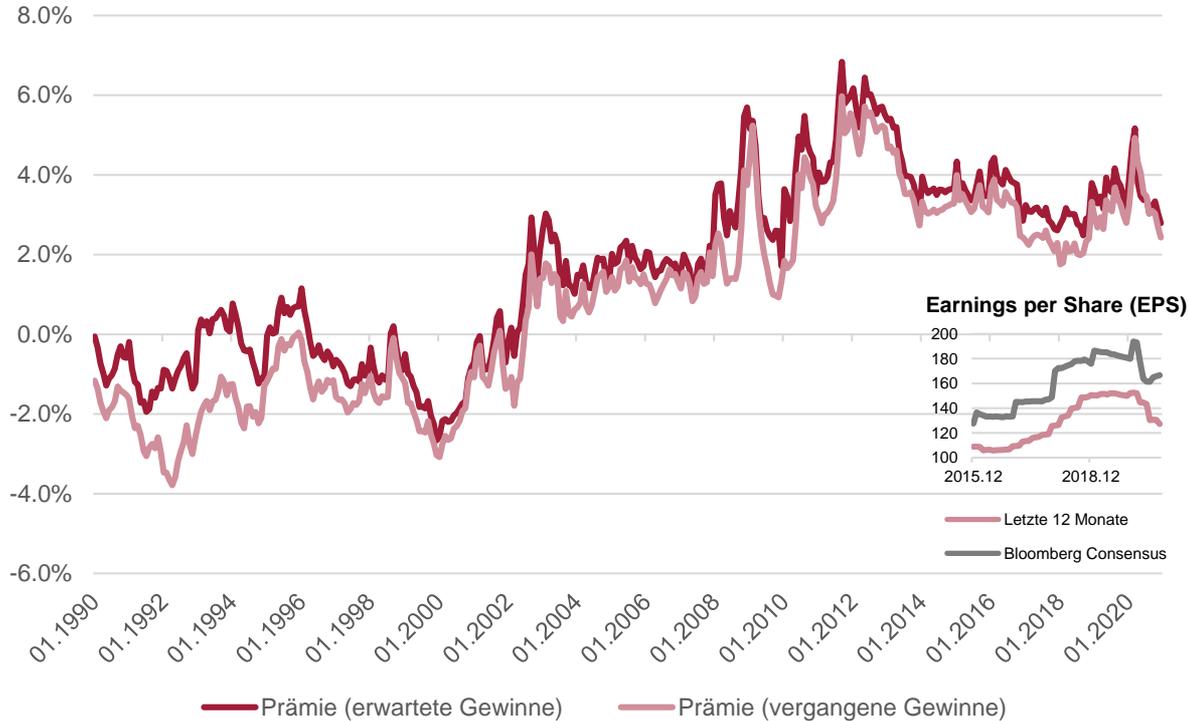
Quellen: Bloomberg, Barclay Bank Plc, eigene Berechnungen



- Die Interventionen der Geld- und Fiskalbehörden haben dazu beigetragen, dass sich die Finanzmärkte im März schnell stabilisiert haben.
- Der darauf folgende Trend wurde durch positive Meldungen zu den Impfmitteln im vierten Quartal zusätzlich verstärkt.
- Die Interventionen und die positiven Nachrichten haben an den Finanzmärkten (mit einigen wichtigen Ausnahmen) zu einer positiven Performance geführt.
- Diese Entwicklung hat teilweise zu einer starken Überbewertung vieler Märkte geführt, da sich die Gewinne und Finanzreserven vieler Unternehmen Pandemiebedingt verschlechtert haben.

Aktien attraktiver als Obligationen

US Relative Earnings Yield (S&P 500)



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

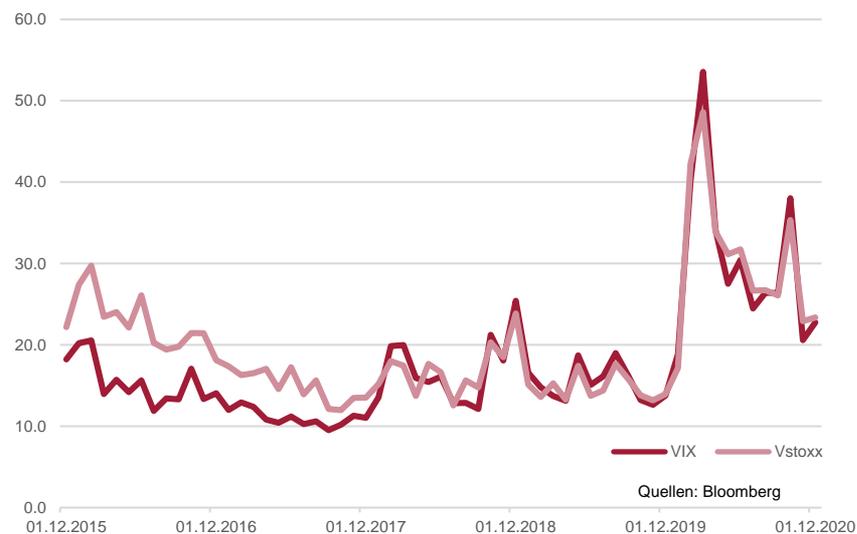
- **Relative Earnings Yield:** Differenz zwischen «Gewinnrendite» des Aktienmarktes (E/P) und Rendite auf Verfall der 10 Jh. US Staatsanleihen (Treasury).
- Der Indikator liegt weiterhin oberhalb der Untergrenze, die in der Vergangenheit vor Marktkorrekturen gemessen wurde.
- Allerdings ist die Differenz im historischen Vergleich klein: z. Bsp. ein schlechter als erwartetes Gewinnwachstum oder steigende Zinsen könnten den US-Aktienmarkt schnell umstimmen.
- Es gibt andererseits starke regionale Unterschiede. Europa sieht attraktiver aus als die USA während die Schweiz zwischen Europa und den USA liegt.

Übermässiges Anlegeroptimismus wird zu Marktvolatilität führen

UBS Dynamic Equity Risk Premium

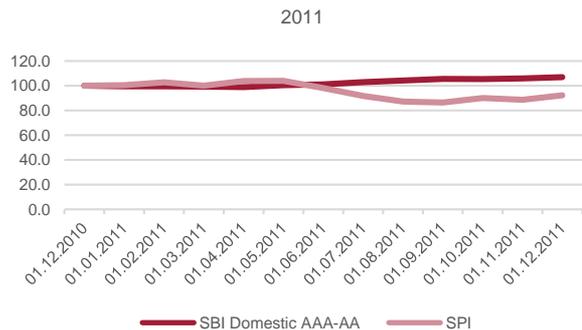
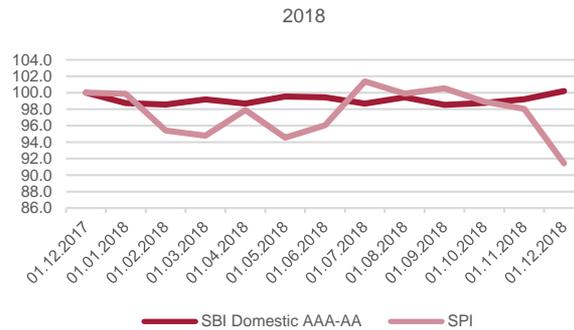
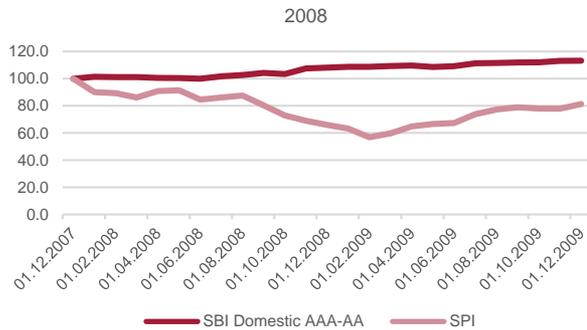


Implizite Volatilität



- Anleger sind gegenwärtig sehr positiv gestimmt
- Die implizite Aktienmarktvolatilität bleibt auf hohem Niveau, ist aber stark gefallen und nur wenig oberhalb des langfristigen Durchschnitts
- Insgesamt scheinen also die Finanzmärkte die Risiken nur teilweise einzupreisen

Risiko Management ist schwieriger geworden



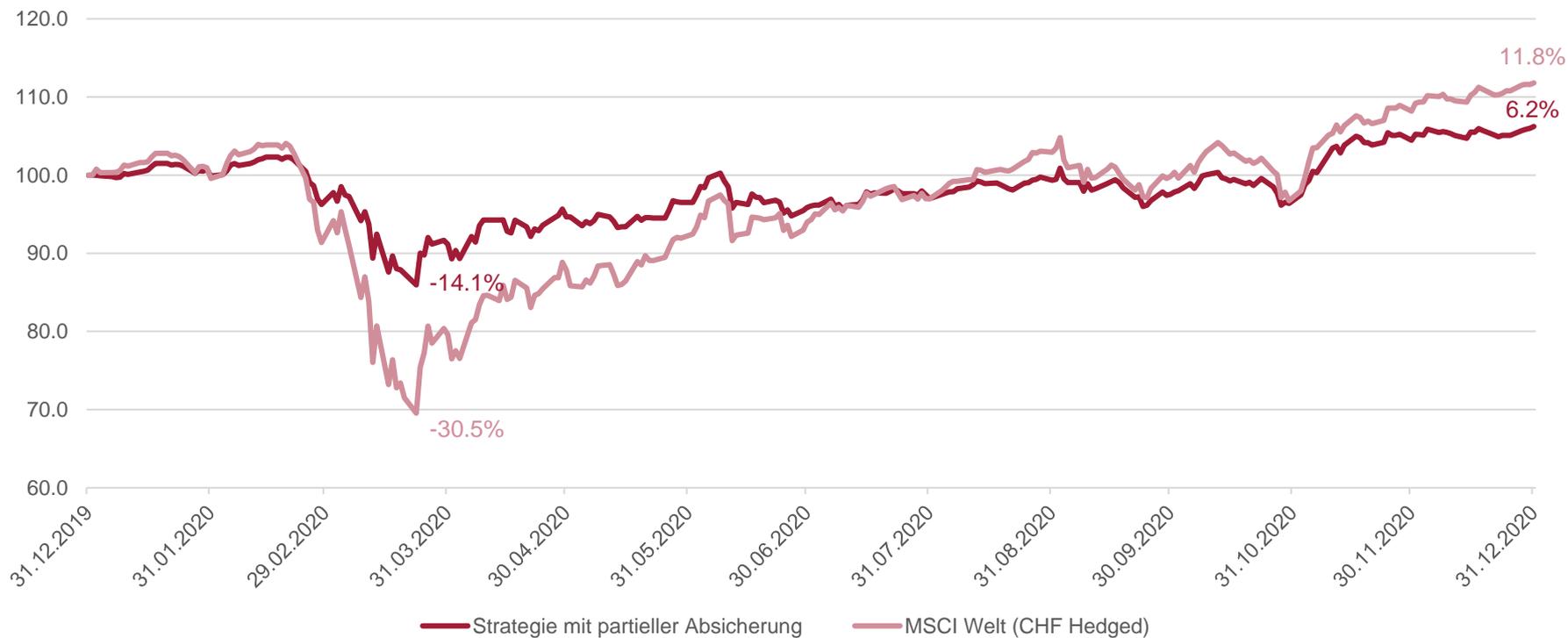
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

- Das Portfoliorisiko wird meistens mit Hilfe der Obligationenallokation gesteuert: Je höher der Anteil erstklassiger Obligationen, desto tiefer das Risiko.
- Die Annahme ist, dass Obligationen in Phasen der Aktienmarktkorrektur an Wert gewinnen und somit die Aktienverluste teilweise kompensieren können. Obligationen sind in diesem Fall negativ korreliert zu Aktien.
- Während dies in der Vergangenheit meistens der Fall war, ist die Korrelation in 2020 eher positiv gewesen, wie man z.B. in der Periode um März gut sehen kann.
- Man sollte davon ausgehen, dass Obligationen in den nächsten Quartalen wieder positiv mit den Aktienmärkten korrelieren könnten.

Tiefe Zinsen: Was können Anleger machen?

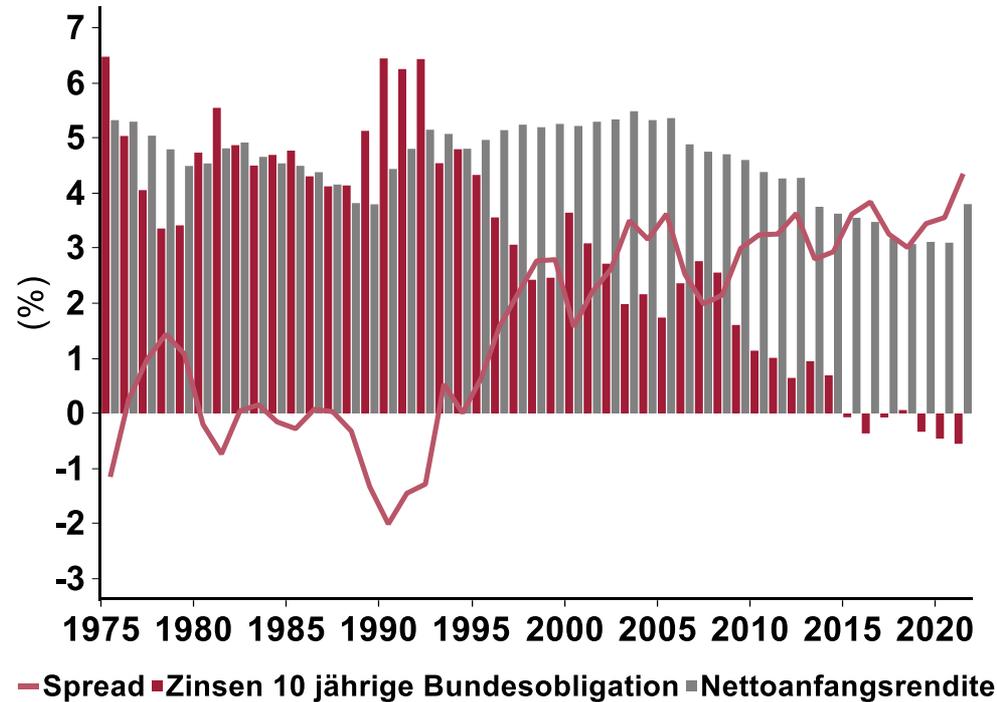
- Obligationen erstklassiger Schuldner bieten im gegenwärtigen Marktumfeld keine Rendite und nur beschränkter Schutz vor einer grösseren Aktienmarktkorrektur.
- Anleger müssen deswegen entscheiden, ob sie bereit sind:
 - Eine tiefere erwartete Rendite oder
 - Höhere Risiken in Form von höherer Volatilität (z.B. durch Erhöhung des Aktien- oder des Kreditanteils) oder tiefere Liquidität und höhere Komplexitätzu akzeptieren.
- Entscheidet man sich für eine Erhöhung der Volatilität, ist eine gute Diversifikation in diesem Umfeld sehr wichtig.
- Allerdings kann durch Diversifikation nur ein Teil des Risikos eliminiert werden. Investoren sollten sich deswegen überlegen, ob sie z.B. die Aktienmarktrisiken nicht teilweise absichern möchten.

Entwicklung einer globalen Aktienabsicherungsstrategie in 2020



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

Immobilien bieten weiterhin eine bessere Rendite als Bundesobligationen an



Quelle: Prof. Studer, Universität Basel bis 2004, Wüest Partner ab 2005, SNB, eigene Berechnungen

Implikationen für Anleger

- Wir erwarten, dass die globale Wirtschaft sich bis Ende 2021 erholen wird. Allerdings gibt es auch viele Risiken, die die Erholung erheblich verlangsamen könnten. Inflation ist vorläufig kein grosses Risiko, könnte aber mittelfristig eines werden. Da die Finanzmärkte i.d.R. vorausschauend sind, könnte dies sie bereits in 2021 beeinflussen.
- Aufgrund der positiven Wachstumsaussichten finden wir Aktienmärkte attraktiver als Regierungsanlagen, während bei Unternehmensanleihen die Selektivität im Vordergrund stehen sollte.
- Die Finanzmärkte sind positiv gestimmt und preisen gegenwärtig wenig Risiko ein. Obligationen bieten aufgrund der tiefen Zinsen wenig Schutz. Wir gehen deswegen davon aus, dass die Volatilität ansteigen wird. Investoren sollten gut diversifiziert sein und die Möglichkeit prüfen, Teile des Portfolios abzusichern.
- Das steigende Inflationsrisiko sollte Investoren dazu ermuntern, nach Möglichkeit ein Teil des Portfolios in realen Anlagen, insbesondere Immobilien und Infrastruktur, zu investieren.

Fazit

Fazit

- **Konjunktur**

- Die konjunkturelle Erholung nimmt im zweiten Quartal 2021 wieder Fahrt auf
- Gegenüber dem Trendwachstum der Vergangenheit bleibt eine Lücke offen, sichtbar in Form von steigender Arbeitslosigkeit und zunehmender Firmenkonkurse
- Mögliche Spätfolgen der Pandemie sind erhöhte politische Instabilität und Inflation

- **Obligationenmärkte**

- Wir rechnen auch 2021 mit freundlichen Obligationen-Märkten: das Rettungsnetz ist gespannt
- Die Abhängigkeit von billigem Geld und grosszügiger Fiskalpolitik ist jedoch grösser denn je
- Hohe Bewertungen im Zusammenhang mit schwächeren Unternehmensbilanzen sind ein explosiver «Cocktail» und lassen wenig Puffer für Unvorhergesehenes

- **Anlageklassen**

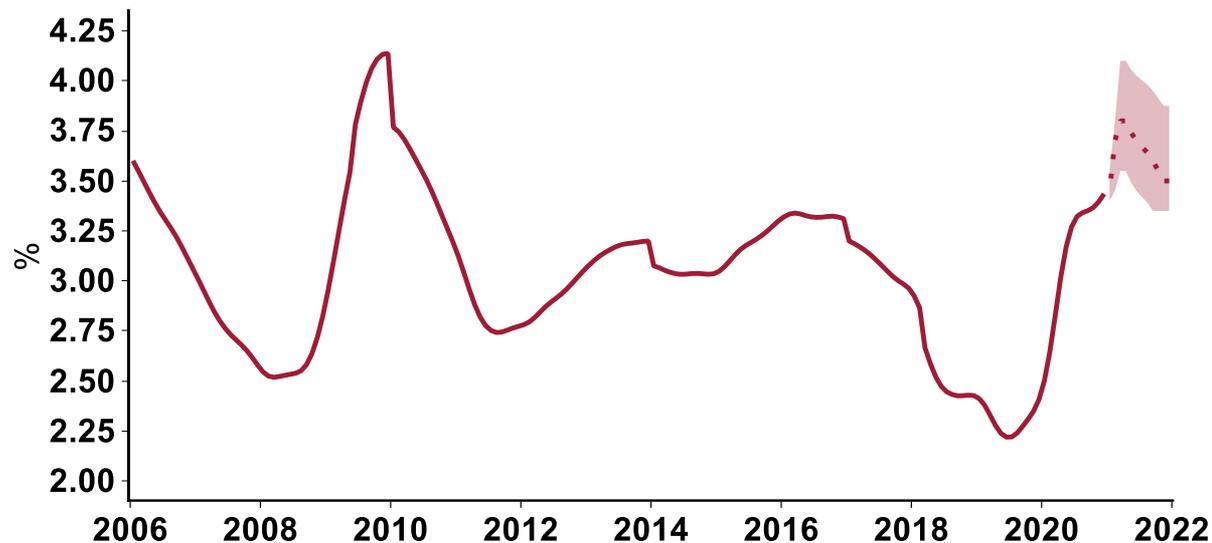
- Aktien sollten 2021 eine bessere Rendite als Obligationen erzielen können
- Es ist mit hoher Volatilität zu rechnen. Gute Diversifikation und eine teilweise Aktienabsicherung helfen, die Risiken zu kontrollieren
- Anleger sollten mehr in reale Anlagen, wie z.B. Immobilien oder Infrastruktur, investieren, um weiterhin Einkommen generieren zu können und sich mittelfristig vor Inflation zu schützen

Q&A's

Appendix

Spätfolgen der Pandemie: Höhere Arbeitslosigkeit

Schweiz: Arbeitslosenquote



— Saisonbereinigte Arbeitslosenquote (mit Prognose 2021)

■ Bandbreite der alternativen Szenarien

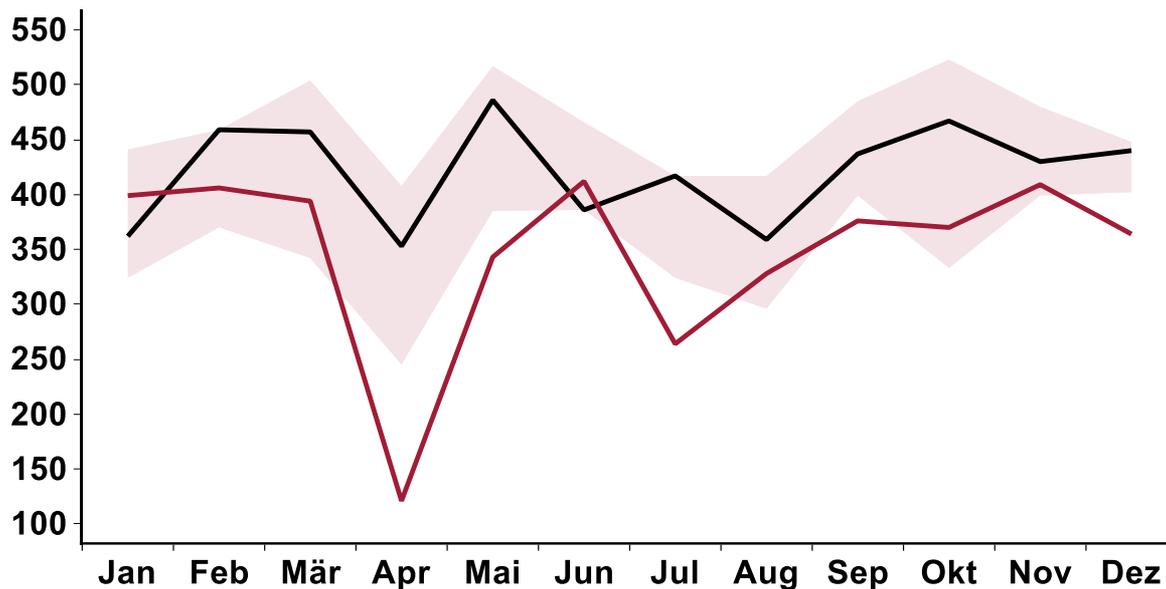
Prognose 2021

- **Arbeitslosenquote**
Swiss Life: 3.6%
- Höhepunkt im April 2021 bei 3.8%

MACROBOND

Spätfolgen der Pandemie: Firmenkonkurse

Schweiz: Anzahl Firmenkonkurse pro Monat (Quelle: CRIF)



— 2020 — 2019 Bandbreite Höchst/Tiefst 2014 - 2019

MACROBOND

Firmenkonkurse 2020

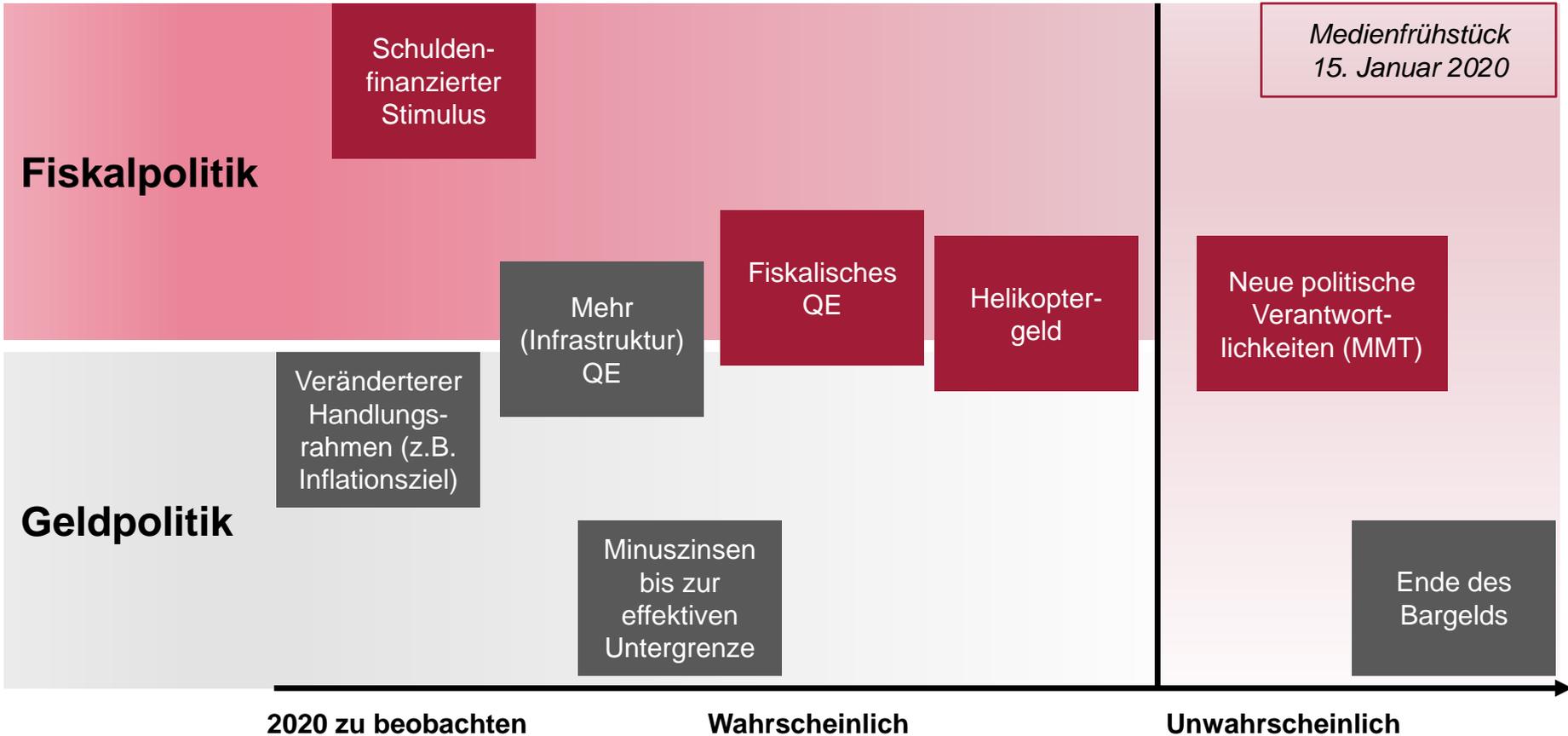
- Konkursrate 2020: 0.77%
(Durchschnitt 2011 - 2019: 0.83%)
- Auffällig hohe Konkursraten
 - Fitnesszentren: 2.4% (1.1%)
 - Reisebüros: 2.2% (1.4%)
- Bis jetzt unterdurchschnittliche Konkursrate: Gastgewerbe

Erwartung 2021

- Anstieg der Konkursrate in besonders betroffenen Bereichen

Quelle: CRIF

Die zwanziger Jahre: Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik

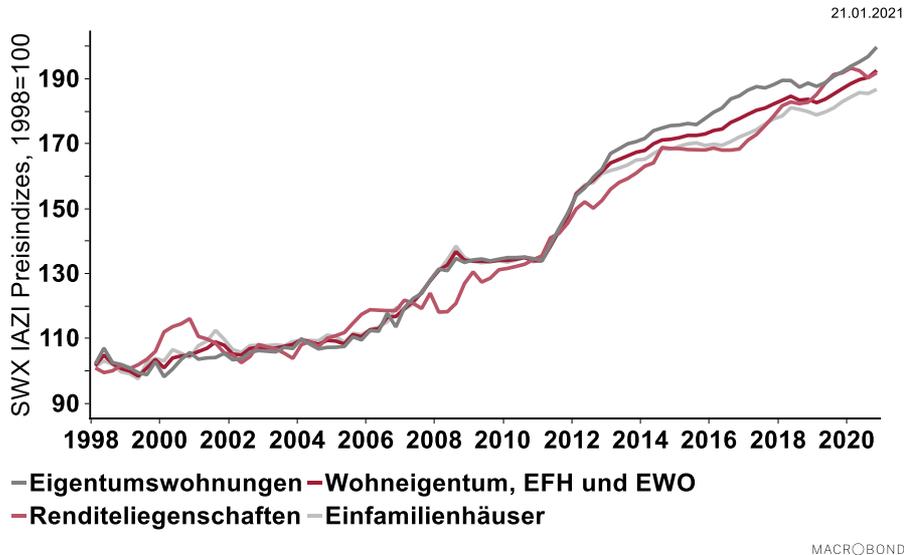


Wachstums- und Inflationsprognosen

	2021 BIP-Wachstum				2022 BIP-Wachstum				2021 Inflation				2022 Inflation			
	Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus	
USA	4.8%	↑	4.4%	↑	3.2%		3.4%		2.2%	↑	2.1%	↑	2.2%		2.2%	
Eurozone	4.6%	↑	4.4%	↓	2.4%		4.0%		1.0%		0.9%		1.5%		1.3%	
Deutschland	3.7%	↑	3.7%	↓	2.4%		3.6%		1.7%	↑	1.5%	↑	1.6%		1.6%	
Frankreich	6.8%		5.6%	↓	2.2%		3.8%		1.1%		0.8%		1.5%		1.1%	
UK	5.1%	↓	4.3%	↓	4.1%		5.8%		1.5%		1.5%	↓	1.6%		2.0%	
Schweiz	3.5%	↑	3.2%	↓	2.2%		2.9%		0.5%		0.3%	↑	0.7%		0.5%	
Japan	2.6%		2.4%	↓	1.4%		2.2%		0.0%		-0.1%	↓	0.4%		0.5%	
China	8.3%	↑	8.3%		5.2%		5.4%		1.4%		1.4%		2.1%		2.1%	

Durchschnittliche Jahresveränderungsraten – Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
 Quelle für Konsensus: Consensus Economics, London; 11. Januar 2021

Schweizer Immobilienmarkt zeigt sich resistent



- Der Schweizer Immobilienmarkt zeigt sich gegenüber der Krise resistent. Das Interesse der Investoren ist nach wie vor ungebrochen. Strukturelle Veränderungen werden aber diskutiert und vermehrt in die Business Cases der Ankäufe eingebaut.
- Die Polarisierung zwischen sehr guten Assets an Top-Lagen und den zweitklassigen Qualitäten und Lagen wird sich weiter akzentuieren. Während die Nachfrage von Investoren und Mietern bei ersteren weiter anhalten wird, kommen sekundäre Assets mehr unter Druck.
- Gerade der Mietwohnungsmarkt zeigt sich als besonders stabil. Trotzdem werden sich die Unterschiede zwischen Stadt und Peripherie weiter verschärfen und sowohl eine schwächere Migration wie auch in der Wirtschaft gewisse Spuren hinterlassen.

Kurz-CVs



- **Marc Brüttsch** 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 Brüttsch studierte Nationalökonomie und Publizistikwissenschaften an der Universität Zürich. Marc Brüttsch und sein Team wurden 2015, 2017 und 2019 mit dem «Forecast Accuracy Award» für die beste BIP- und Inflationsprognose für die Schweiz ausgezeichnet sowie 2019 erstmals auch für die beste Prognose in der Eurozone.



- **Daniel Rempfler** ist Head 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.



- **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.

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.