

April 2020

Kernaussagen

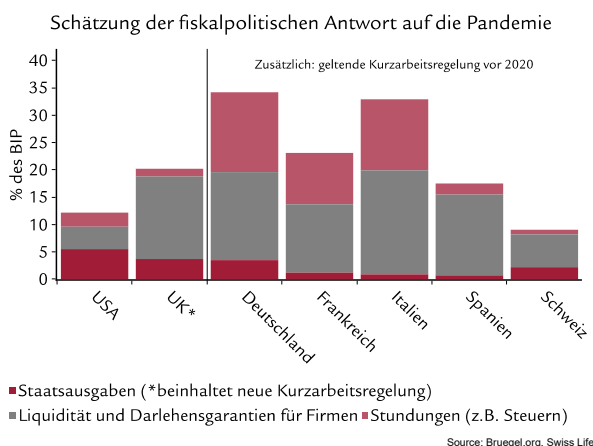
- In unserem Basisszenario erholt sich die Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr U-förmig von der Rezession
- Chinas Kohlekonsum, ein stellvertretender Indikator für die Industrietätigkeit, nimmt laufend zu
- Coronabonds? Die Eurozone wird eine Art Risikoverteilung vornehmen müssen

Prognosevergleich

	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	-1.0% ↓	1.6% ↓	3.2% ↑	2.0%	1.6% ↓	1.8% ↓	2.1%	2.1%
Eurozone	-2.0% ↓	0.6% ↓	2.8% ↑	1.3% ↑	0.6% ↓	1.1% ↓	1.4%	1.4%
Deutschland	-1.7% ↓	0.5% ↓	2.6% ↑	1.2% ↑	0.7% ↓	1.3% ↓	1.4%	1.5%
Frankreich	-1.6% ↓	0.8% ↓	2.5% ↑	1.2%	0.8% ↓	1.2% ↓	1.4%	1.1% ↓
Grossbritannien	-1.4% ↓	0.8% ↓	2.5% ↑	1.3% ↓	1.3% ↓	1.5% ↓	1.8%	1.8% ↓
Schweiz	-1.3% ↓	1.0% ↓	3.1% ↑	1.4% ↑	-0.3% ↓	0.2% ↓	0.6%	0.7%
Japan	-3.1% ↓	-0.7% ↓	2.3% ↑	1.1% ↑	0.3% ↓	0.4% ↓	0.3%	0.5% ↓
China	3.8% ↓	5.2% ↓	8.4% ↑	6.1% ↑	3.6% ↑	3.4% ↑	2.0%	2.2%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. März 2020

Grafik des Monats



Durch die globale Ausbreitung des Coronavirus und die strikten Eindämmungsmassnahmen wird die Wirtschaftsleistung der meisten Länder stark einbrechen. Grosszügige Fiskal- und geldpolitische Massnahmen wurden bereits angekündigt, u. a. neue Staatsausgaben (dunkelrote Balken) sowie Liquiditätsversorgung und Darlehensgarantien für Firmen (graue Balken). Neben diesen Massnahmen sind bereits vor 2020 existierende Kurzarbeitsregelungen essenziell, um die Auswirkung auf die Arbeitsmärkte abzufedern. Grossbritannien führte eine solche Regelung im März 2020 ein. In den USA, wo es keine Kurzarbeit gibt, dürfte die Arbeitslosigkeit trotz des 2-Billionen-Hilfspaketes stark ansteigen.

USA Plötzliche Rezession

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.0 %	2020: 1.6 %
2021: 3.2 %	2021: 2.0 %

Seit der letzten Ausgabe wurde aus den USA, einem zuvor wenig betroffenen Industrieland, ein globaler Brandherd der Corona-Pandemie. Da die Testkapazitäten heraufgefahren wurden, sind die US-Fallzahlen nun zuverlässiger und zeigen per Redaktionsschluss, dass die Neuansteckungen unvermindert exponentiell wachsen. Die Entwicklung verläuft im Vergleich zu Italien etwa 15 und im Vergleich zur Schweiz etwas 9 Tage verzögert, was heisst, dass wohl noch strengere Einschränkungen folgen werden. Wir erwarten daher für das erste Halbjahr 2020 eine markante, aber kurzlebige Rezession. Anders als in europäischen Ländern gibt es in den USA keine Kurzarbeit. Deshalb mussten von Eindämmungsmassnahmen betroffene Firmen Massenentlassungen vornehmen. In der letzten März- und der ersten Aprilwoche beantragten 10 Millionen Personen Arbeitslosengeld (fast 6% der Beschäftigten) – der schnellste Anstieg der Geschichte. Wir wären nicht überrascht, wenn die Arbeitslosenquote im April/Mai bis auf 10 oder sogar 15% steigen würde, bevor sie nach der erwarteten Lockerung der Massnahmen wieder sinkt. Eine schnelle Rückkehr zur Normalität ist aber nicht zu erwarten. Im Basisszenario erwarten wir, dass einige Angebotsbeschränkungen im Dienstleistungssektor bestehen bleiben, während die Fiskalpolitik den Nachfrageausfall nicht voll kompensieren kann. Trotz der allmählichen Erholung im zweiten Halbjahr 2020 wird das Produktionsniveau erst Anfang 2021 wieder das Vorkrisenniveau erreichen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.6 %	2020: 1.8 %
2021: 2.1 %	2021: 2.1 %

Der Ölpreiskollaps könnte die Gesamtinflation im April vom Januarhoch von 2.5% auf 0.8% fallen lassen. Derweil überraschte die Kerninflation im Januar und im Februar positiv und wir erwarten für die nächsten Monate nur einen kleinen Rückgang auf ca. 2.1% bis 2.3%. Der disinflationäre Nachfrageausfall und die inflationären Angebotsengpässe dürften sich zumindest kurzfristig ausgleichen.

Eurozone Nächster Halt: Coronabonds?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -2.0 %	2020: 0.6 %
2021: 2.8 %	2021: 1.3 %

Das Coronavirus verursacht nicht nur menschliches Leid, sondern führt im ersten Halbjahr 2020 zu einem beispiellosen Einbruch der Konjunktur. Bei Redaktionsschluss waren noch wenig harte Daten vorhanden, aber Umfragen in der Eurozone zeichnen ein düsteres Bild. Im März sank der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor auf 26.4 Punkte – so tief wie noch nie, und weit unter die 40.9 Punkte während der Finanzkrise 2009. Der Industrie-PMI hielt sich mit 44.5 Punkten besser, dürfte aber im April aufgrund der sinkenden Nachfrage und der Schliessung aller nicht systemrelevanten Industriebetriebe Ende März in Spanien und Italien weiter abnehmen. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass die Konjunktur im Mai oder Juni wieder anziehen wird, sofern die Einschränkungen langsam gelockert werden können. Dennoch wird der wirtschaftliche Schaden insbesondere in Italien enorm sein und das hoch verschuldete Land wird bald vor Problemen der finanziellen Tragbarkeit stehen. Bis jetzt hat die Geldpolitik die sich ausweitenden Spreads auf Peripherieanleihen aufgefangen: Die EZB verstärkte ihre Anleihekäufe und lockerte dafür die bisherigen Grenzwerte. Mittelfristig wird die EU jedoch eine neue Risikoverteilung vornehmen müssen, um die Gefahr einer «Eurokrise 2.0» abzuwenden, sei es über etablierte Instrumente wie den europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) oder die Ausgabe sogenannter Eurobonds oder "Coronabonds".

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.6 %	2020: 1.1 %
2021: 1.4 %	2021: 1.4 %

Aufgrund der durch das Coronavirus verursachten Rezession werden es die geldpolitischen Entscheidungsträger noch schwerer haben, ihre Inflationsziele zu erreichen. Lieferengpässe bei bestimmten Produkten könnten zwar inflationären Aufwärtsdruck erzeugen. Diesem wirken aber unserer Meinung nach tiefere Energiepreise in der kurzen Frist und eine wachsende Produktionslücke in der mittleren Frist entgegen.

Deutschland

Das Ende der schwarzen Null

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.7 %	2020: 0.5 %
2021: 2.6 %	2021: 1.2 %

Bei etwas über 6000 Coronafällen erhöhte das Robert Koch-Institut am 17. März die Risikoeinschätzung für Deutschland auf «hoch». Die Fallzahl ist seither weiter gestiegen. Deutschland verzichtete zwar auf eine Ausgangssperre, verbot aber am 22. März Versammlungen von über zwei Personen bis mindestens zum 20. April. Infolge dieser Entwicklungen korrigierten wir unsere BIP-Prognose für 2020 stark nach unten. Wir rechnen im März und April mit einer stark schrumpfenden Wirtschaftsleistung. Insgesamt wird dieser Einbruch denjenigen während der Finanzkrise bei weitem übertreffen. Kurzarbeit wird den Effekt auf die Arbeitslosigkeit zwar abfedern, diese dürfte aber dennoch zunehmen. Die ifo-Umfrage vom März verzeichnete den bisher grössten Rückgang bei den Unternehmenserwartungen für die nächsten sechs Monate. Der Einbruch traf alle Sektoren, ausser Nahrungsmittel-, Getränke- und Toilettenartikel innerhalb des Einzelhandelssektors. Am stärksten betroffen war der Dienstleistungssektor, vor allem Reisebüros und -veranstalter sowie Hotellerie und Gastronomie. Angesichts des beispiellosen wirtschaftlichen Schocks legte Finanzminister Scholz schon am 13. März das Ende der schwarzen Null nahe. Am 25. März hob der Bundestag die Schuldenbremse auf und verabschiedete ein Konjunkturpaket von EUR 750 Milliarden, bestehend aus EUR 600 Milliarden an Darlehensgarantien (ca. 10% des BIP) und EUR 120 Milliarden für direkte Ausgaben. Der Fiskalimpuls wird die Erholung im zweiten Halbjahr 2020 unterstützen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.7 %	2020: 1.3 %
2021: 1.4 %	2021: 1.5 %

Durch den Ölpreiskollaps sank die Inflation im März von 1.7% im Februar auf ein Viermonatstief von 1.3%. Der Preisdruck dürfte während der Quasi-Stilllegung der Wirtschaft tief bleiben. Der massive Fiskalimpuls und mögliche Lieferengpässe könnten aber im zweiten Halbjahr 2020 Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben.

Frankreich

Konjunkturreinbruch um 35%

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.6 %	2020: 0.8 %
2021: 2.5 %	2021: 1.2 %

Frankreich ist von der Pandemie viel stärker betroffen als Deutschland. In einigen Regionen im Osten Frankreichs ist das Gesundheitssystem durch die hohe Anzahl Hospitalisierungen überlastet, was wohl zur überdurchschnittlich hohen Todesrate von derzeit über 6% beiträgt. Die Regierung reagierte mit einer strikten Ausgangssperre und einem beträchtlichen Finanzpaket. Dieses beinhaltet höhere Staatsausgaben für Kurzarbeit, Steuerstundungen sowie Staatsgarantien für neue Firmenkredite (in der Höhe von EUR 300 Milliarden). Üblicherweise hält sich Frankreich wegen des grossen Anteils des Dienstleistungs- und des staatlichen Sektors in Rezessionen besser als andere europäische Länder. Der staatliche Sektor wirkt aktuell tatsächlich stabilisierend, aber die Ausgangssperre trifft den Dienstleistungssektor besonders stark. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor fiel im März auf 27.4, tiefer als in Deutschland, Japan, den USA oder Grossbritannien. Da ein historischer Präzedenzfall fehlt, ist eine Quantifizierung des Effekts umfassender Ausgangssperren auf das Bruttoinlandsprodukt schwierig, und Punktprognosen derzeit deshalb mit hoher Unsicherheit verbunden. Wir gehen davon aus, dass das BIP in europäischen Ländern im März und April auf 80% bis 90% des Vorkrisenniveaus sinken wird, was jedoch immer noch zu optimistisch sein könnte. Laut einer vorläufigen Schätzung des französischen Statistikamts INSEE lief die Wirtschaftsaktivität Frankreichs per Ende März nur auf 65% ihres Vorkrisenniveaus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.8 %	2020: 1.2 %
2021: 1.4 %	2021: 1.1 %

Der unerwartet starke Ölpreyrückgang hatte eine deutliche Abwärtskorrektur unserer Inflationsprognose für 2020 von 1.4% auf 0.8% zur Folge. Die Inflation dürfte sich jedoch 2021 auf durchschnittlich 1.4% normalisieren, sofern im zweiten Halbjahr 2020 der erwartete allmähliche U-förmige Aufschwung eintritt, der die Produktionslücke in Frankreich verringert.

Grossbritannien Niemand ist eine Insel

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.4 %	2020: 0.8 %
2021: 2.5 %	2021: 1.3 %

Eine Weile schien es, als schliege Grossbritannien einen anderen, weniger drastischen Weg im Umgang mit dem Coronavirus ein. Die Regierung musste aber schliesslich dieselben Massnahmen zur Eindämmung ergreifen wie das restliche Europa, als klar wurde, dass das Gesundheitssystem sonst überlastet würde. Die fiskalpolitische Antwort lässt sich sehen: zielgerichtete Massnahmen wie ein Kurzarbeitsprogramm, Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung auf Selbständige, Kreditgarantien, Steueraufschübe sowie Konsum- und Investitionsausgaben. Die Kosten dafür beziffert die Regierung auf 18% des BIP. Die finalen Kosten werden von der Dauer und dem Ausmass der Rezession abhängen. Die Konjunktur dürfte im März und April um mindestens 12% einbrechen, gefolgt von einer Erholung im Mai/Juni, sofern die Massnahmen gelockert werden. Die Krise verkompliziert diverse Fragen: Erstens trifft sie die Konsumenten zu einer Zeit, in der die Sparquote schon historisch tief ist (5% vs. ca. 7% vor der Finanzkrise). Zweitens erhöht das Fiskalpaket wegen des Leistungsbilanzdefizits den Aussenfinanzierungsbedarf (das Pfund gehörte seit Jahresbeginn zu den Verlierern unter den Hauptwährungen). Drittens dürften die Brexit-Verhandlungen mit der EU in den Hintergrund rücken. Boris Johnson schloss aber eine Verlängerung der Verhandlungsfrist bisher weiterhin aus. Daher dürfte die Ungewissheit über die Handelsbeziehungen im ganzen Jahr 2020 hoch bleiben.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.3 %	2020: 1.5 %
2021: 1.8 %	2021: 1.8 %

Wir senkten unsere Inflationsprognose für 2020 aufgrund tieferer Energiepreise von 1.5% auf 1.3%. Die Kerninflation dürfte aber dieses Jahr im Bereich zwischen 1.5% und 2.0% verharren. Die Rezession dürfte zwar den Trend abnehmenden Lohndrucks verstärken, aber die Pfundabwertung und die Angebotsengpässe werden positiv zur Kerninflation beitragen mit insgesamt neutraler Auswirkung auf unser Basisszenario.

Schweiz Das Sicherheitsnetz ist gespannt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.3 %	2020: 1.0 %
2021: 3.1 %	2021: 1.4 %

Wir haben wenig aktuelle Daten zur Verfügung, um den wirtschaftlichen Schaden der Pandemie und der Eindämmungsmassnahmen korrekt einzuschätzen. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass der Verlauf vom lokalen Ausbruch bis zur Lockerung der eingeführten Einschränkungen in entwickelten Ländern ähnlich sein wird wie in China. Kann man sich an China orientieren, gehen wir von einer schrittweisen Konjunkturerholung ab Mai aus. Bis dahin dürfte die Wirtschaftsleistung der Schweiz um 12% sinken. Dies würde gegenüber 2019 einen Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2020 von durchschnittlich 1.3% bedeuten. Die grössten Risiken für unser Szenario sind ein noch stärkerer Einbruch bis Mai, eine zweite Ansteckungswelle in Asien oder eine neue Schuldenkrise in Europa infolge der Lage in Italien und Spanien. Wir denken, dass die Schweiz ein effizientes Sicherheitsnetz gespannt hat, um die Gefahr eines längeren Nachfrageschocks zu mindern. Dennoch lässt der bereits sichtbare Schaden keinen Zweifel daran, dass sich die Schweiz derzeit in einer Rezession befindet. Daten des Staatssekretariats für Wirtschaft lassen eine erste Einschätzung der Folgen für den Arbeitsmarkt zu: Trotz Kurzarbeitsentschädigung registrierten die kantonalen Arbeitsämter einen starken Anstieg von Arbeitslosengeldanträgen. Die Arbeitslosenquote dürfte seit Februar, als die Weltwirtschaft noch eine andere war, von 2.5% auf 2.9% gestiegen sein.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -0.3 %	2020: 0.2 %
2021: 0.6 %	2021: 0.7 %

Verglichen mit Anfang Jahr ist Heizöl heute 25% billiger, was den Landesindex der Konsumentenpreise alleine schon um rund 0.2% senkt. Die Unsicherheit über den kurzfristigen Inflationsausblick ist gross, aber der disinflationäre Effekt von Rabatten im Einzelhandel dürfte steigende Preise für zeitweilig knappe Güter und Dienstleistungen ausgleichen. Ebenso werden die Mieten nicht inflationstreibend wirken.

Japan

Ist das Schlimmste vorüber?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.1 %	2020: -0.7 %
2021: 2.3 %	2021: 1.1 %

Das Coronavirus traf Japan schon früh. In der letzten Ausgabe dieser Publikation war Japan das am viertstärksten betroffene Land betreffend Ansteckungen. Heute liegt es nicht einmal mehr in den Top 30. Dabei führte Japan nur wenige Einschränkungen des öffentlichen Lebens ein. Die Schulschliessungen waren die drastischste Massnahme. Die Regierung gab vor allem Empfehlungen ab, wie unnötiges Reisen zu vermeiden oder Grossanlässe abzusagen. Die Konjunkturdaten waren bis Februar erstaunlich gut: Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion erholten sich nach der Flaute durch die Konsumsteueranhebung im Oktober 2019. Dennoch hat sich der Ausblick verschlechtert. Erstens belastet die schnelle Ausbreitung des Virus in anderen Industriestaaten im zweiten Quartal den Aussenhandel. Zweitens wird das Wachstum im dritten Quartal durch die Verschiebung der Olympischen Spiele in Tokio in das Jahr 2021 ausgebremst. Drittens haben die Ansteckungen in Raum Tokio jüngst wieder zugenommen, was zu strikteren Massnahmen für Japans Wirtschaftsmotor führen könnte. Wir erwarteten zunächst eine Konzentration des wirtschaftlichen Schadens auf das erste Quartal. Nun gehen wir davon aus, dass sich der Einbruch auf zwei Quartale verteilt, mit neutralem Effekt auf das Jahreswachstum.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.3 %	2020: 0.4 %
2021: 0.3 %	2021: 0.5 %

Wie bei anderen Ländern passten wir unsere Inflationsprognose für Japan aufgrund tieferer Energiepreise an und erwarten nun für 2020 und 2021 einen Wert von durchschnittlich 0.3%. Interessanterweise wertete der Yen seit Jahresbeginn nur leicht auf, während die Lohnverhandlungen im Frühling (sog. Shunto) weiterhin auf moderates Lohnwachstum für japanische Arbeiter hindeuten. Somit dürfte die Rezession im Moment in Japan keine neue Deflation auslösen.

China

Milder Wirtschaftsaufschwung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 3.8 %	2020: 5.2 %
2021: 8.4 %	2021: 6.1 %

Die drastischen Massnahmen zur Eindämmung des Coronavirus führten zu einem starken Einbruch der konjunkturellen Entwicklung in China. Alle Konjunkturindikatoren fielen im Januar und Februar gegenüber dem Vorjahr so stark wie noch nie: die Anlageinvestitionen um 24.5%, die Industrieproduktion um 13.5% und die Einzelhandelsumsätze um 20.5%. Dies wird einen deutlichen Rückgang der Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2020 zur Folge haben. Daher senkten wir unsere BIP-Wachstumsprognose für das Gesamtjahr deutlich von 5.4 auf 3.8%. Da neue inländische Coronafälle gemäss offiziellen Statistiken fast bei null liegen, lockerte die Regierung erste Einschränkungen und nimmt nun eine wachstumsfreundlichere Haltung ein. Hochfrequente Indikatoren wie der Kohlekonsum, ein stellvertretender Indikator für die Industrietätigkeit, verbessern sich laufend. Der Konsum erholt sich allerdings nur zögerlich, wie die verhaltenen wöchentlichen Autoverkäufe zeigen. Ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit könnte den Konsum im Verlauf des Jahres zusätzlich dämpfen. Zudem führte die Pandemie zu einer globalen Rezession, was die Nachfrage nach chinesischen Gütern verringert. Daher erwarten wir für China im zweiten Quartal nur eine langsame Konjunkturerholung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 3.6 %	2020: 3.4 %
2021: 2.0 %	2021: 2.2 %

Die Inflation verharrte im Februar aufgrund steigender Lebensmittelpreise bei hohen 5.2%. Lebensmittelpreise stiegen aufgrund von Hamsterkäufen und Transporteinschränkungen zur Eindämmung des Coronavirus. Da die Zahl neuer Fälle mittlerweile markant abgenommen hat, werden gewisse Einschränkungen nun gelockert. Zusammen mit den tiefen Energiepreisen dürfte dies in den kommenden Monaten zu rückläufiger Inflation führen.

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



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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



Erstellt und verabschiedet durch die 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 oder verwendet 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 Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main, und Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, und die BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.

Zweites Quartal 2020

Kernaussagen

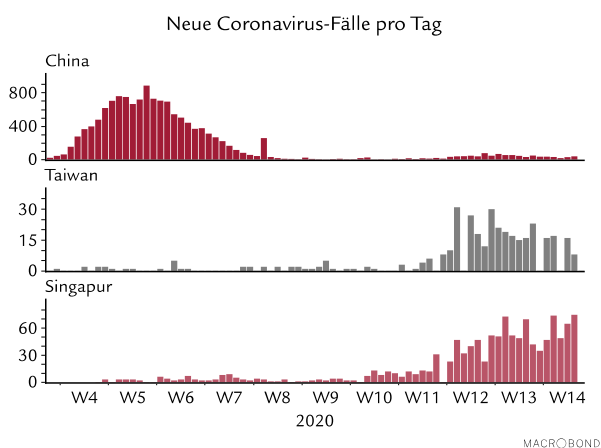
- Chinas Wirtschaft schrumpft im ersten Quartal und erholt sich nur allmählich, aufgrund der schwachen globalen Konjunktur
- Das Coronavirus breitet sich in den Schwellenländern aus, die unter den eigenen Lockdown-Massnahmen und der schwachen globalen Nachfrage leiden
- Der Ölpreisschock stellt insbesondere für ölexportierende Länder eine zusätzliche Belastung dar

Die Zahl

1/3

Ein Drittel der Weltbevölkerung befindet sich im Lockdown. Am 24. März verordnete Indiens Premier Modi den 1,3 Mrd. Einwohnern des Landes, zu Hause zu bleiben – den weltweit grössten Coronavirus-Lockdown. Eindämmungsmassnahmen variieren je nach Land und reichen von umfassenden Quarantänen über Empfehlungen und Reiseverbote bis hin zu Geschäftsschliessungen. Lockdowns haben zwar wegen eines Angebotsschocks schwere wirtschaftliche Folgen, sind aber für die Eindämmung des Virus und die Bewältigung der globalen Gesundheitskrise unerlässlich.

Die Grafik

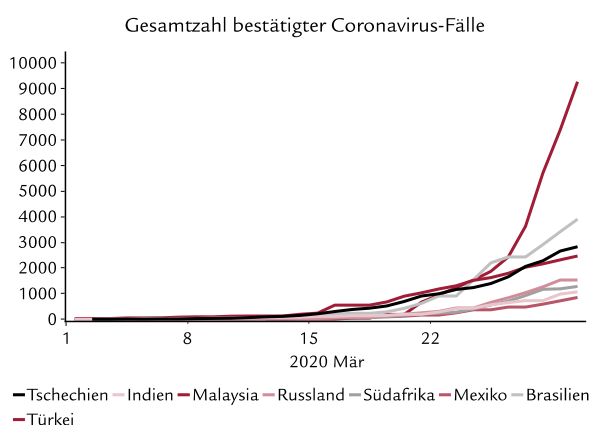


Länder wie Taiwan oder Singapur, die das Coronavirus schnell eindämmen konnten, verzeichnen wieder mehr Fälle, weil Reisende das Virus wieder nach Asien bringen. Auch in China sind die meisten neuen Fälle, die jüngst wieder zu steigen begannen, importiert, was das Risiko einer zweiten Welle erhöht. Um die zunehmenden Neuinfektionen unter Kontrolle zu bringen, könnten die Länder neue Lockdowns verordnen, was ihrer Konjunktur über längere Zeit schaden und die Rezession verstärken würde.

Coronavirus bedroht aufstrebende Länder

Das Coronavirus verbreitet sich schnell auf der ganzen Welt und hat über 170 Länder erreicht. Europa und die USA kämpfen bereits mit dem Ausbruch und Emerging Markets werden nicht verschont. Aus gesundheitlicher und wirtschaftlicher Sicht ist das Virus für aufstrebende Länder noch gefährlicher. Schwache Gesundheitssysteme und marode Einrichtungen zur Infektionsbekämpfung könnten zu einer humanitären Krise führen. Diese institutionelle Schwäche bedeutet, dass strenge und womöglich längere Zeit andauernde Lockdown-Massnahmen benötigt werden. Viele aufstrebende Länder haben bereits verschiedene Massnahmen ergriffen, um die steigende Zahl an neuen Coronavirus-Fällen in den Griff zu kriegen. Indien verordnete den weltweit grössten totalen Lockdown und legte fast die gesamte Wirtschaft still ausser wesentliche Dienstleistungen wie Supermärkte und Apotheken. Auch in Südafrika herrscht ein landesweiter Lockdown. Die populistischen Regierungen in Brasilien und Mexiko hingegen nehmen die Gefahr nicht ernst und sind gegen landesweite Eindämmungsmassnahmen. Dies birgt die Gefahr, dass die Ansteckungen in die Höhe schnellen und die unvorbereiteten Gesundheitssysteme schnell überlasten. Zudem ist Home-Office während eines Lockdowns oft keine Option, weil die Infrastruktur wie Laptops usw. fehlt. Zurzeit ist das Ausmass der wirtschaftlichen Folgen höchst ungewiss, denn es hängt von der Dauer des Lockdowns ab. Da aber das Virus wegen Social Distancing nur mit einer abrupten Stilllegung der Wirtschaftstätigkeit eingedämmt werden kann, sind dramatische wirtschaftliche Auswirkungen zu erwarten, wobei viele grössere Emerging Markets in eine Rezession fallen werden.

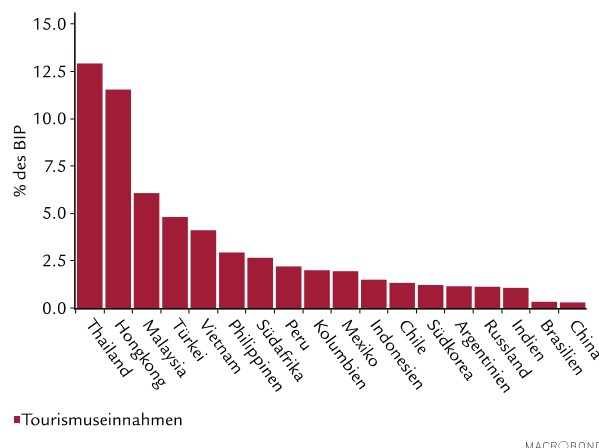
Grafik 1: Coronavirus-Fälle steigen in aufstrebenden Ländern jetzt erst an



Schwache Auslandsnachfrage dämpft EM-Wachstum

Da die Pandemie die Weltwirtschaft trifft, sind Nachfrage- und Lieferketten unterbrochen und Emerging Markets sind bei einem globalen Wirtschaftskollaps sehr verwundbar. In vielen Emerging Markets ist der Export ein grosser Teil der Wirtschaftsleistung und da sich die Welt in einer Rezession befindet, wird die Nachfrage nach diesen Gütern 2020 flau bleiben. Zudem sind einige aufstrebende Länder stark auf Auslandstourismus angewiesen. Die jüngsten Reisebeschränkungen in einem Grossteil der Welt sind bereits zu spüren, was viele Freizeitaktivitäten stark reduziert. Da diese Ausfälle wohl komplett verloren sind, dürfte der Produktionsverlust in touristischen Ländern wie Thailand, Hongkong, Malaysia und Vietnam nach einer Normalisierung der Lage nur teilweise wettgemacht werden. Da das negative externe Umfeld und die Lockdown-Massnahmen eine beispiellose Gefahr für Emerging Markets darstellen, sind auch deren fiskal- und geldpolitische Massnahmen beispiellos. Viele Zentralbanken aufstrebender Länder nahmen diesen Monat markante Zinssenkungen vor. Brasilien und Mexiko z. B. senkten die Zinsen um 50 Basispunkte (BP). Die Senkung in Indien betrug 75 BP, in Südafrika und der Türkei insgesamt 100 BP. Derweil wird auch die fiskalpolitische Unterstützung verstärkt. Indien verkündete ein Hilfspaket von 1,7 Bio. Rupien (1% des BIP), um 800 Mio. Menschen mit Sozialhilfe zu unterstützen. Südkorea stockte die Soforthilfe auf USD 83 Mrd. auf (6% des BIP), um vom Virus betroffenen Firmen unter die Arme zu greifen. Malaysia kündigte ein Hilfspaket für die Wirtschaft in Höhe von USD 58 Mrd. an (15% des BIP) und Brasilien will informelle Arbeiter mit 38 Mio. unterstützen. Da diese Hilfsmass-

Grafik 2: Reiseverbote aufgrund Coronavirus treffen tourismusabhängige Länder

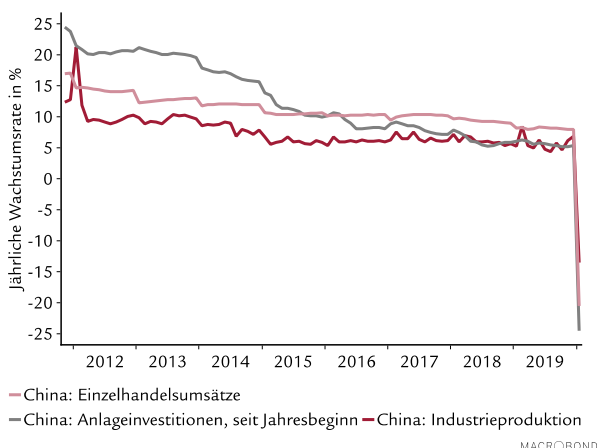


nahmen zu fundamentaler Schwäche führen, dürften die Kapitalabflüsse zunehmen. Südafrika verlor durch den sich verschlechternden Staatshaushalt bereits sein IG-Rating. Weitere Herabstufungen von Emerging Markets könnten folgen. V. a. in Ländern wie der Türkei, Südafrika und Kolumbien, die auf Aussenfinanzierung angewiesen sind, um ihr Leistungsbilanzdefizit und Rückzahlungen von Auslandsschulden zu decken, sind Kapitalabflüsse eine grosse Herausforderung.

Stark schrumpfende chinesische Wirtschaft im ersten Quartal

Chinas Wirtschaft brach stark ein, weil die drastischen Lockdowns zur Eindämmung des Coronavirus die Konjunktur lähmten. Alle Konjunkturindikatoren fielen im Januar/Februar vs. Vorjahr so tief wie noch nie: die Anlageinvestitionen um 24,5%, die Industrieproduktion um 13,5% und die Einzelhandelsumsätze um 20,5%. Die Zahlen deuten auf einen massiven Konjunkturerinbruch im Februar hin, was einen deutlichen Rückgang im ersten Quartal 2020 zur Folge haben wird. Daher senkten wir unsere BIP-Wachstumsprognose für das Gesamtjahr stark von 5,4% auf 3,8%. Da neue inländische Coronafälle fast bei null liegen, lockert die Regierung Einschränkungen und nimmt nun eine wachstumsfreundliche Haltung ein. Hochfrequente Indikatoren wie der Kohlekonsum, ein Stellvertreter für die Industrietätigkeit, verbessern sich laufend. Aber der Konsum erholt sich nur langsam, wie die verhaltenen wöchentlichen Autoverkäufe zeigen. Ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit könnte den Konsum im Verlauf des Jahres dämpfen. Zudem führte die schnelle Verbreitung des Virus zu einer globalen Rezession, was die Nachfrage nach chinesischen Gü-

Grafik 3: Chinas Konjunkturindikatoren fallen auf Rekordtief

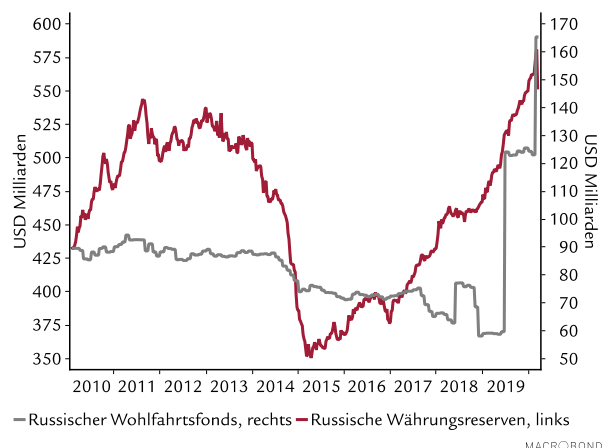


tern verringert. Daher erwarten wir für das 2. Quartal 2020 nur eine langsame Konjunkturerholung in China. Peking wird deshalb seine geld- und fiskalpolitische Unterstützung über weitere Zinssenkungen und hohe Infrastrukturinvestitionen in gezielte Projekte wie das 5G-Netzwerk und das Gesundheitswesen verstärken.

Ölpreiskollaps als zusätzlicher Wachstumsdämpfer

Die Ölpreise fielen bei geringer globaler Nachfrage aufgrund der Coronavirus-Krise auf ein 17-Jahres-Tief. Hinzu kam ein Ölpreiskrieg zwischen Saudi-Arabien und Russland, die sich nicht darauf einigen konnten, die Fördermenge weiter zu drosseln, um den Rohölpreis zu stützen. Da die Nachfrage gedämpft bleiben dürfte, wird der Ölpreis wohl tief bleiben. Ausserdem scheinen die zwei Länder es nicht eilig zu haben, bei der Produktionsverringerung eine Übereinkunft zu erzielen. Saudi-Arabien's Ölförderungskosten sind tiefer als der aktuelle Ölpreis, während Russland grosse Reserven angelegt hat inkl. eines nationalen Wohlfahrtsfonds, der zum Ausgleich geringerer Öleinnahmen angezapft werden kann. Ölproduzenten wie Kolumbien, Mexiko, Brasilien und Länder des Nahen Ostens werden die tauchenden Ölpreise umgehend zu spüren bekommen. Erstens bringen sinkende Öleinnahmen die Staatsausgaben aus der Balance. Zweitens führt ein Vertrauensschock zu einer Währungsabwertung, was sich in höherer Inflation und somit tieferen Realeinkommen äussern kann. Derweil dürfte jeglicher positive Effekt auf Ölimporteure wie Indien, Thailand oder Südkorea moderat ausfallen, da sich ein Grossteil der Konsumenten im Corona-Lockdown befindet.

Grafik 4: Russland hat Reserven angelegt, um Ölpreisschwankungen auszugleichen



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



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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



Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department, Swiss Life Asset Managers, 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 Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, die Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München und die 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 die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.

April 2020

Zinsen und Anleihen

Der Monat der Superlative

USA

- Wir sehen langsam die ersten Auswirkungen der Coronavirus-Krise auf die US-Wirtschaft: rekordhohe Anzahl Neuanträge auf Arbeitslosenhilfe und tauchende Stimmungsindikatoren.
- Das Fed senkte seine Leitzinsen um 150 Basispunkte (BP) und führte eine unlimitierte quantitative Lockerung ein. Derweil verabschiedete die Regierung ein Konjunkturprogramm von USD 2 Billionen.

Eurozone

- Die Pandemie zwang die Regierungen zu strengen Eindämmungsmassnahmen. Erwartungsgemäss ist die Konjunktur eingebrochen. Fast alle Indikatoren signalisieren eine Rezession.
- Mit Fiskalpaketen soll die wirtschaftliche Auswirkung der Pandemie aufgefangen werden, während verstärkte EZB-Anleihenkäufe und mehr Flexibilität bei deren Umsetzung bisher einen Ausverkauf bei Peripherieanleihen verhindern konnten.

Grossbritannien

- Die Fallzahlen in Grossbritannien dürften in den kommenden Wochen aufgrund der spät eingeführten Eindämmungsmassnahmen stark steigen.
- Die BOE senkte die Zinsen um 65 BP und lancierte ein Anleihenkaufprogramm von GBP 200 Mrd.

Schweiz

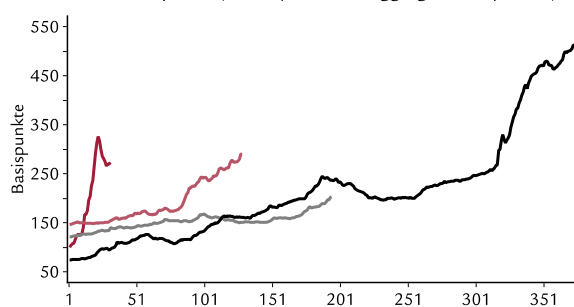
- Die Schweiz ist von der Pandemie stark betroffen und dürfte eine tiefe Rezession vor sich haben.
- Die SNB hat bisher neben Devisenmarktinterventionen keine aussergewöhnlichen Massnahmen ergriffen, aber der Staat gewährte Firmen Darlehensgarantien und weitete sein Kurzarbeitsprogramm aus.

Japan

- Japan scheint den Virus besser im Griff zu haben als andere Länder, aber die Wirtschaft wird dieses Jahr trotzdem stark schrumpfen.
- Die BOJ liess die Zinsen unverändert, verstärkte aber ihre Aktien-ETF-Käufe.

Die plötzliche Rezession

Ausweitung der Kreditspanne in Krisen: Anzahl Tage vom Start bis zum Höhepunkt (Barclays Global Aggregate Corporate)



— Globale Finanzkrise 2007/2008 — Euro-Krise 2011 — Ölkrise 2015/2016
— Coronavirus-Krise 2020

MACROBOND

Rezessionen treffen die Finanzmärkte in der Regel überraschend, auch dieses Mal. Aber eine so schnelle Korrektur gab es noch nie. Aktien, Unternehmensanleihen und sogar Gold wurden verkauft, weil die Anleger kaum Liquidität für Mittelabflüsse und Nachschusspflichten finden konnten. Die Märkte verzerrten sich durch den grossen Liquiditätsengpass stark. Sogar sichere Staatsanleihen wurden verkauft, und die Kreditkurven am Anleihenmarkt invertierten. Erst als die Zentralbanken die Geldschleusen öffneten, sank die Volatilität und die Märkte normalisierten sich wieder. Im März weiteten sich die Kreditspannen von EUR- und USD-Unternehmensanleihen um 125 bzw. 150 Basispunkte aus. Die Gesamtrenditen in diesem Monat waren mit -6.9% bzw. -7.1% stark negativ. Wir erwarten für das 2. Halbjahr 2020 zwar eine U-förmige Erholung der Konjunktur in Industrieländern, aber die nächsten drei Monate werden schwierig und ungewiss sein. Wir halten daher an unserer defensiven Positionierung bei Unternehmensanleihen fest. Wir neigen zu Sektoren wie Versorger und Telekommunikation und bleiben bei zyklischen Konsumgütern und im Finanzwesen vorsichtig. Wir halten zudem an unserer leichten Durationsübergewichtung fest.

Aktien

Volatilität bleibt hoch

USA

- Die Wirtschaftsaussichten haben sich in den USA drastisch verschlechtert, seit das Land zum Brandherd der Pandemie geworden ist. Während sich die Neuansteckungen in Europa stabilisieren, wachsen die Zahlen in den USA immer noch exponentiell.
- Der Staat antwortete mit einem gewaltigen Hilfspaket von USD 2 Billionen, was den Aktienmarkt Ende März beruhigte. Dennoch dürfte die Arbeitslosigkeit im April/Mai weiter auf 10 bis 15% zunehmen, weil es kein landesweites Kurzarbeitsprogramm gibt.
- Angesichts der trüben kurzfristigen Aussichten erwarten wir nächstens keine Outperformance von US-Aktien und sind folglich neutral positioniert.

Eurozone

- Umfassende Lockdowns stürzten die Eurozone im 1. Halbjahr 2020 in eine Rezession. Eurozonen-Aktien brachen im März um 20% ein. Die Aktienmärkte der besonders vom Virus betroffenen Länder Italien und Spanien verloren überdurchschnittlich stark.
- Unklar ist, wann sich die Wirtschaftslage erholt, aber zumindest scheinen sich die Neuansteckungen zu stabilisieren. Eurozonen-Aktien dürften sich mindestens gleich wie globale Aktien entwickeln.

Grossbritannien

- Die Strategie der Herdenimmunität wurde schnell wieder verworfen, und das Land verordnete etwas später als Kontinentaleuropa strenge Lockdowns.
- Es dürfte also etwas länger dauern, bis die Pandemie hier unter Kontrolle ist. Die Unterperformance britischer Aktien seit Jahresbeginn dürfte in den kommenden Monaten trotz attraktiven Bewertungen und Dividendenrenditen anhalten.

Schweiz

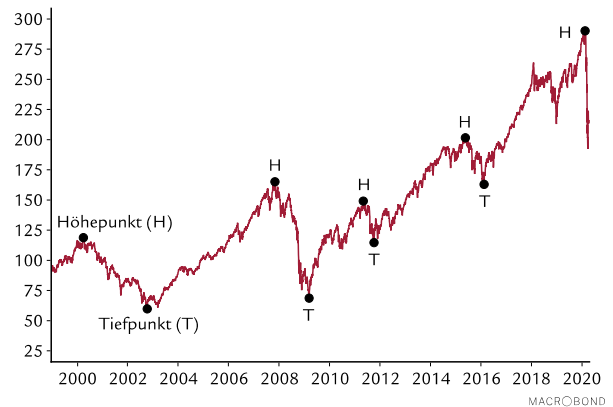
- Schweizer Aktien entwickeln sich seit Anfang Jahr wegen ihrer generell defensiven Ausrichtung weit besser als globale Aktien.
- Dies dürfte angesichts der grossen Ungewissheit auch so bleiben.

Japan

- Japan hatte bisher die Pandemie besser im Griff als andere Industrieländer und profitiert zudem von der nun einsetzenden Erholung in China.
- Japanische Aktien erzielten im März somit eine Outperformance.

Rauf und runter und wieder rauf?

Weltaktienindex, Gesamtrenditen (MSCI All Country World USD)



Die Coronavirus-Pandemie löste eine der schnellsten Aktienmarktkorrekturen der Geschichte aus. Die Rezession schlägt sich zwar erst jetzt allmählich in den Wirtschaftsdaten nieder, aber die Anleger fragen sich bereits, ob sie ihren Aktienanteil wieder aufstocken sollten. Das überrascht nicht, denn die Märkte durchschreiten die Talsohle meist deutlich früher als die Konjunkturzahlen. Für eine positivere Einschätzung müssen unseres Erachtens zuerst einige Meilensteine erreicht sein. Erstens: effektive Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie. Grossbritannien und die USA hinken diesbezüglich hinterher, aber Lockdowns wurden nun fast überall verfügt. Zweitens: zielgerichtete fiskal- und geldpolitische Massnahmen, um die wirtschaftlichen Folgen aufzufangen. Auch das ist erreicht. Das US-Hilfspaket kam als letztes hinzu und ist der Hauptgrund, wieso sich die Aktienmärkte Ende März stabilisierten. Der nächste Meilenstein ist medizinischer Natur: Die Infektionskurve muss sich in Europa und den USA verflachen. Darauf muss ein effizientes Test- und Nachverfolgungsregime folgen. Erst dann ist, wie in China, eine allmähliche Lockerung der Einschränkungen denkbar. Diesbezüglich ist der Ausblick sehr ungewiss. Zudem hängt über Asien noch immer das Damoklesschwert einer zweiten Infektionswelle. Daher dürfte die Volatilität hoch bleiben. Wir bleiben im nächsten Monat in Aktien untergewichtet. Langfristige Anleger könnten jedoch über solche kurzfristigen Unsicherheiten hinwegsehen. In den letzten 20 Jahren verzeichnete der Aktienmarkt einige grosse Einbrüche (s. Grafik). Sie alle haben eines gemeinsam: Langfristig erholten sich die Indizes immer über die Vorkrisenhochs hinaus. Bei der «Coronavirus-Krise» dürfte dies nicht anders sein.

Währungen

Mehr Vorsicht beim USD, da Zinsvorteil verblasst

USA

- Die USD-Wechselkurse schwankten im März ungewöhnlich stark. Die notfallmässigen Zinssenkungen durch das Fed belasteten den USD bis Anfang März, bevor Liquiditätsengpässe im USD-Geldmarkt den «Greenback» etwas steigen liessen.
- Infolge der starken Zinssenkungen ist der USD-Zinsvorteil verblasst. Daher erwarten wir nun kurzfristig einen leicht schwächeren USD.

Eurozone

- Nach grossem Auf und Ab schloss EUR/USD den März auf dem Niveau vom Monatsbeginn.
- Unsere EUR/USD-Sicht ist für die nächsten drei Monate positiv. Neben geringeren Zinsdifferenzen änderte sich auch an der «Corona-Front» die Dynamik. Der relative US-Ausblick verschlechterte sich jüngst drastisch, da die Fälle weiter zunehmen, während sich in Europa eine Stabilisierung abzeichnet.

Grossbritannien

- Im März büsste das GBP gegenüber dem USD zeitweise fast 13% an Wert ein. Die Gründe: tiefere Ölpreise, die sich zuspitzende Epidemie in Grossbritannien und die Ankündigung massiver Konjunkturspritzen bei chronischem Leistungsbilanzdefizit.
- Das GBP erholte sich Ende März zwar etwas, aber wir sehen weiteres Aufwärtspotenzial für GBP/USD, was sich mit unserer negativen kurzfristigen Sicht auf den USD deckt.

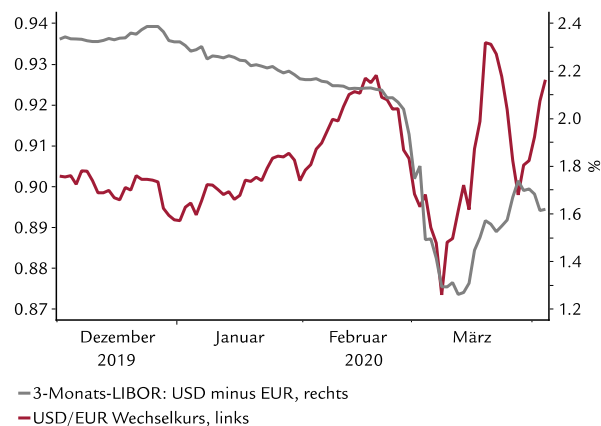
Schweiz

- Der CHF blieb im März gegenüber dem EUR unter Aufwertungsdruck.
- Anhaltende SNB-Devisenmarktinterventionen beschränken das Abwärtspotenzial von EUR/CHF.

Japan

- Wie andere USD-Wechselkurse schwankte USD/JPY im März stark. Dennoch fiel die JPY-Aufwertung seit Anfang Jahr trotz den Turbulenzen an den Aktienmärkten verhalten aus.
- Konsistent mit unserem vorsichtigen Ausblick zum USD ist unsere Einschätzung zu USD/JPY negativ.

USD-Liquiditätsengpass sorgt für USD-Anstieg im März



MACROBOND

Von 2017 bis 2019 nahm die implizite Volatilität an den Devisenmärkten laufend ab und erreichte Mitte Februar 2020 ein Mehrjahrestief. Auch in Zeiten grosser Unsicherheit bei Risikoanlagen (z. B. Ende 2018) blieben die Devisenmärkte überraschend ruhig. Mit dem Coronavirus änderte sich dies plötzlich. Seit Mitte Februar stieg die implizite Volatilität stark an, und insbesondere der USD schwankte stark. Der erste Schock waren zwei notfallmässige Zinssenkungen durch das US Fed auf fast null. Diese schmäleren oder eliminierten gar den USD-Zinsvorteil im Vergleich zu anderen Hauptwährungen. Die resultierende USD-Abwertung kehrte sich schnell um, als sich plötzlich Liquiditätsengpässe im USD-Geldmarkt abzeichneten. Die (Re-)Finanzierung in USD wurde folglich teurer, was sich in grösseren Zinsdifferenzen in unbesicherten Märkten (LIBOR) und höheren Aufschlägen bei Währungsswaps widerspiegelte (sog. Ausweitung der USD-Cross-Currency-Basis). Das Liquiditätsproblem wurde mit einer global koordinierten Massnahme der wichtigsten Zentralbanken gelöst. Das erste Problem, der verblässende USD-Zinsvorteil, dürfte in den kommenden drei Monaten dominieren. Daher ist unsere Sicht auf USD gegenüber EUR, CHF, GBP und JPY negativ. Zudem traf das Coronavirus nun auch die US-Wirtschaft, wodurch der USD als Fluchtwährung gegenüber CHF und JPY etwas an Attraktivität einbüßen könnte. Der CHF blieb im März vor allem gegenüber EUR unter Aufwertungsdruck. Dies wird sich nicht ändern, solange der Wirtschaftsausblick ungewiss bleibt. Die laufenden Devisenmarktinterventionen der SNB dürften jedoch den Aufwertungsdruck abfedern.

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 oder verwendet 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 Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main, und Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, und die BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.