

September 2020

Kernaussagen

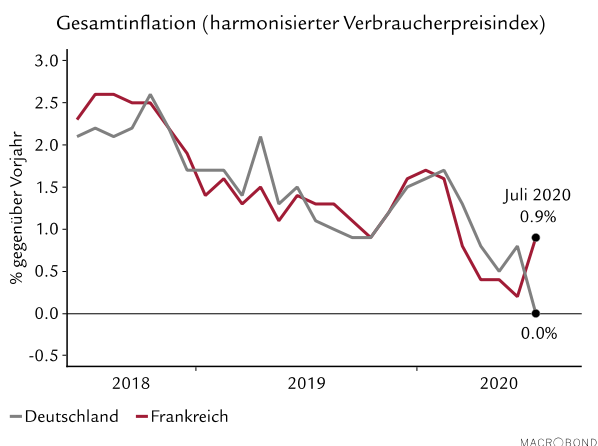
- Temporäre Effekte verzerren Inflationsdaten bis auf Weiteres
- Arbeitslosigkeit und Firmeninsolvenzen werden trotz einsetzender Erholung noch länger zunehmen
- Tempo des Aufschwungs eng mit dem Ausmass der Eindämmungsmassnahmen korreliert

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	-3.7%	-5.2% ↑	4.0% ↓	4.0%	1.2% ↑	0.9% ↑	1.8% ↑	1.7%
Eurozone	-6.4% ↑	-7.9% ↑	5.3% ↓	5.7% ↓	0.6% ↑	0.4%	1.2% ↑	1.1% ↑
Deutschland	-4.8% ↓	-6.1% ↑	4.0% ↑	4.7% ↓	0.6% ↓	0.5% ↓	1.6% ↑	1.6% ↑
Frankreich	-8.0% ↑	-9.6% ↑	7.3% ↓	7.2% ↑	0.7% ↑	0.5%	1.3% ↑	1.0% ↓
Grossbritannien	-8.2% ↓	-9.9% ↓	7.2% ↑	6.4% ↑	0.9% ↑	0.7% ↓	1.6% ↑	1.4% ↑
Schweiz	-3.8%	-5.6% ↑	4.4%	4.4% ↓	-0.5% ↑	-0.7%	0.6%	0.2%
Japan	-4.6%	-5.3% ↓	2.6%	2.5%	0.2% ↑	-0.1% ↑	0.2%	0.2% ↑
China	2.3%	2.1% ↑	7.5%	7.8% ↓	2.7% ↑	2.7%	1.9%	2.0% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10. August 2020

Grafik des Monats



Aufgrund der Inflationsberichte für Juli hoben wir unsere Prognosen für 2020 an. Am Werk waren zwei temporäre Effekte. In den USA und in Frankreich stiegen die Preise durch die anziehende Nachfrage etwa in der Textilbranche wieder an. Zudem waren für viele Dienstleistungen im Lockdown nur fiktive Preise verfügbar. In Grossbritannien verzerrte die erneute Datenerhebung bei diesen Dienstleistungen mit ihrer meist überdurchschnittlichen Teuerung die Gesamtinflation nach oben. In Deutschland dagegen wurde die befristete Mehrwertsteuersenkung unerwartet stark an die Verbraucher weitergegeben, was zu einer ganz anderen Inflationsdynamik führte als in Frankreich.

USA Politik im Fokus

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.7 %	2020: -5.2 %
2021: 4.0 %	2021: 4.0 %

Der Anstieg der COVID-19-Fälle im Juli und die Gegenmassnahmen in einigen Bundesstaaten haben vorerst nicht zu schwächeren Wirtschaftsdaten geführt. Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion stiegen im Juli im Vergleich zum Vormonat um 1.2% bzw. 3.0%, wobei erstere nun über dem Vorkrisenniveau liegen. Vor allem wies der Arbeitsmarktbericht für Juli ein ungebrochenes Beschäftigungswachstum und einen starken Rückgang der Arbeitslosigkeit von 11.1% auf 10.2% aus, hinter dem aber auch ein überraschender – doch wohl vorübergehender – Rückgang der Erwerbsquote stand. Insgesamt sehen wir für das dritte Quartal nach dem Einbruch von 9.1% im zweiten Quartal eine über dem Konsens liegende Erholung der US-Wirtschaft um 7.8%. Der Aufschwung und die Verbesserung der medizinischen Lage in wichtigen Swing States wie Florida, Texas, Ohio oder Pennsylvania könnten erklären, warum Präsident Trump gegen Joe Biden zuletzt aufgeholt hat. Während der Wahlkampf kaum direkte wirtschaftliche Auswirkungen haben dürfte, ist das grössere politische Risiko das – derzeit festgefahrene – Konjunkturpaket «CARES 2». Aufgrund des Drucks von Seiten der Bundesstaaten und Kommunen gehen wir weiter davon aus, dass dieses Paket den Kongress passieren wird. Wenn nicht, ist die Erholung der privaten Konsumausgaben wohl gefährdet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.2 %	2020: 0.9 %
2021: 1.8 %	2021: 1.7 %

Eine andere positive Überraschung war die weitere Erholung der jährlichen Gesamtinflation im Juli von 0.6% auf 1.0%. Dahinter stand der grösste monatliche Anstieg der Kernrate der Teuerung seit 1991 (0.6% im Monatsvergleich). Dies dürfte jedoch kein genereller Trend zu höheren Inflationsraten sein, sondern eher eine Preisnormalisierung in Bereichen wie Bekleidung und Verkehr, die zuvor von der COVID-19-Krise schwer getroffen wurden.

Eurozone Nächste Phase: gezieltes Handeln

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -6.4 %	2020: -7.9 %
2021: 5.3 %	2021: 5.7 %

Zu Beginn des zweiten Quartals waren verlässliche Wirtschaftsprognosen beinahe unmöglich. Damals unterschätzten die Ökonomen – auch wir – das Ausmass des Schocks für die Wirtschaft im Lockdown, aber auch die Einbussen im März, als Konsumenten und Unternehmen begannen, auf Abstand zu gehen. Seitdem haben wir viel über das Wesen der Pandemie und ihre Auswirkungen auf einzelne Sektoren gelernt: Als das Eurozonen-BIP für das zweite Quartal veröffentlicht wurde, erwies sich der Prognosefehler als überraschend klein: Die Konsensschätzung war laut Bloomberg eine Schrumpfung um -12.1% und stellte sich als Punktlandung heraus. Für Deutschland stimmte unsere eigene Schätzung genau mit der Zahl der zweiten Schätzung des statistischen Bundesamtes überein. Auch die Behörden lernen im Umgang mit der Pandemie laufend hinzu. Trotz des jüngsten Anstiegs der neu gemeldeten Infektionsfälle gehen wir weiter davon aus, dass gezielte lokale Massnahmen ausreichen sollten, um zu verhindern, dass das europäische Gesundheitssystem bei einer zweiten Welle im Winter überfordert wird. Auch in der Fiskalpolitik würden wir zu gezielteren Massnahmen raten. In einer nächsten Phase der Diskussionen um Stimulusmassnahmen ist die Förderung von Innovationen dem Erhalt verknöchelter Strukturen vorzuziehen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.6 %	2020: 0.4 %
2021: 1.2 %	2021: 1.1 %

Da die Auslastung allenthalben schwach ist und die Wirtschaft das Vorkrisenniveau wohl erst 2022 erreichen dürfte, erwarten wir vorerst keinen Inflationsschub. Der Anstieg über 1% für 2021 ergibt sich vor allem als Folge eines statistischen Basiseffekts nach den Energiepreisschwankungen von Anfang 2020. Neben der problematischen Preisermittlung während des Lockdowns (siehe Seite 1) erschwert derzeit auch die befristete Mehrwertsteuersenkung in Deutschland die Beurteilung der Preisentwicklung.

Deutschland MWST-Senkung kommt an

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.8 %	2020: -6.1 %
2021: 4.0 %	2021: 4.7 %

Deutschlands BIP ist im zweiten Quartal der zweiten Schätzung zufolge um 9.7% gesunken, was unserer Prognose entspricht und unter den Konsenserwartungen (-9.0%) liegt. Dieser Einbruch ist der weitaus schwerste seit Beginn der Statistik und betrifft alle Ausgaben ausser dem Staatsverbrauch. Auch wenn das laufende Quartal einen umgekehrten Wachstumsrekord bringen wird, erwarten wir den vollen Ausgleich der hohen Verluste erst 2022. Aktuell stagniert die saisonbereinigte Arbeitslosenquote bei 6.4%. Gleichzeitig ging die Zahl der neu gemeldeten Kurzarbeiter von ihrem Höchststand von 8 Millionen im April auf rund 190'000 zurück. Die Beschäftigungskomponente im Einkaufsmanagerindex (PMI) des verarbeitenden Gewerbes verbesserte sich im August, bleibt aber weit unter der neutralen Marke von 50. Der Gesamt-PMI des verarbeitenden Gewerbes stieg dank besonders starker Auftragsgänge von 51.0 auf 53.0. Dies entspricht dem höheren ifo-Geschäftsklimaindex für das verarbeitende Gewerbe. Auch im Dienstleistungssektor verbesserte sich laut ifo-Umfrage das Geschäftsklima aufgrund der aktuellen Einschätzung und der Erwartungen. Weniger erfreulich ist der Rückgang des PMI im Dienstleistungssektor von 55.6 auf 50.8. Diese Enttäuschung könnte auf den Anstieg der täglichen COVID-19-Neuinfektionen und neue lokale Eindämmungsmassnahmen zurückzuführen sein.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.6 %	2020: 0.5 %
2021: 1.6 %	2021: 1.6 %

Im Juli zeigte sich, dass die befristete Mehrwertsteuer-senkung unerwartet stark weitergegeben wird. Der harmonisierte Verbraucherpreisindex stagnierte im Vergleich zum Vorjahr, nachdem er im Juni 0.8% zugelegt hatte. Verantwortlich hierfür war ein Rückgang der Warenpreise, während die Preise für Dienstleistungen überdurchschnittlich stark stiegen. Wir senken daher unsere Prognose für 2020 von 1.0% auf 0.6% und erhöhen sie für 2021 von 1.5% auf 1.6%.

Frankreich Erlahmt der Aufschwung?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -8.0 %	2020: -9.6 %
2021: 7.3 %	2021: 7.2 %

Zuletzt haben Frankreichs Wirtschaftsdaten positiv überrascht, sodass wir unsere Wachstumsprognose für 2020 anheben und die Korrektur vom letzten Monat zurücknehmen. Das BIP fiel im zweiten Quartal weniger stark als erwartet, und die Industrieproduktion legte im Mai und Juni kräftig zu. Auch die Konjunkturindikatoren für das laufende Vierteljahr fielen zunächst positiv aus: Laut Banque de France stieg die Stimmung in der Industrie im Juli von 89.1 auf 99.4 Punkte. Dies ist der höchste Stand seit Mai 2019 und bestätigt die soliden Werte der Einkaufsmanagerindizes (PMI) für Juli. Der Google-Mobilitätsindex erholte sich im August weiter. Der gleitende Sieben-Tage-Durchschnitt dieses Index liegt jetzt nur noch 7% unter seinem langfristigen Basisniveau – in der ersten Aprilwoche waren es 88%. Unterbrochen wurde der Strom ermutigender Nachrichten jedoch plötzlich durch enttäuschende PMIs für August in der Industrie wie auch im Dienstleistungssektor. Diesem Indikator zufolge schrumpfte die Industrietätigkeit im August, und die Auftragsgänge im verarbeitenden Gewerbe waren den zweiten Monat in Folge rückläufig. Da die Wirtschaftstätigkeit nach wie vor eng damit zusammenhängt, wie streng die COVID-19-Eindämmungsmassnahmen sind, beobachten wir das Infektionsgeschehen und die Reaktion der lokalen Wirtschaftsindikatoren auf solche Massnahmen sehr genau.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.7 %	2020: 0.5 %
2021: 1.3 %	2021: 1.0 %

Die französischen Inflationszahlen haben in drei von vier Monaten bis Juli positiv überrascht. Wie auf Seite 1 erwähnt, war ein Hauptgrund der vorübergehende Anstieg der Bekleidungspreise (+12% im Vergleich zum Vorjahr). Da sich die Energiepreise zuletzt stabilisiert haben, gehen wir von einem Rückgang der Verbraucherpreisschwankungen aus. Eine Rückkehr zu jährlichen Inflationsraten von über 1% ist bis Ende des ersten Quartals 2021 zu erwarten.

Grossbritannien Illusion am Arbeitsmarkt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -8.2 %	2020: -9.9 %
2021: 7.2 %	2021: 6.4 %

Was wir vermutet haben, ist nun offiziell. Grossbritannien ist, gemessen am BIP-Rückgang im zweiten Quartal, von allen grossen Industrieländern am stärksten betroffen (-20.4% im Quartalsvergleich) und schneidet sogar schlechter ab als Italien und Spanien. Im laufenden Quartal dagegen scheint sich ein klarer Aufschwung zu vollziehen. Laut Google-Mobilitätsdaten nähert sich Grossbritannien dem Niveau, das andere europäische Länder oder die USA zuvor verzeichneten, zumindest an. Vor allem aber löst sich nun der Nachfragestau auf: Die Einzelhandelsumsätze lagen im Juli deutlich über dem Vorkrisenniveau und der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor stieg im August auf 60.1. Wichtig für den Aufschwung ist das «Arbeitsplatzsicherungsprogramm», das die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal künstlich bei 3.9% hielt (im Grunde mit Lohnsubventionen). Doch das Arbeitsmarktwunder könnte bald zur Illusion werden, wenn das Programm im Oktober ausläuft. Dann dürften viele der jetzt geschützten Arbeitnehmer arbeitslos werden – ein Risiko für den privaten Konsum. Auch deshalb dürfte Grossbritannien das Vorkrisenniveau als eines der letzten Industrieländer erreichen, in unserem Basisszenario frühestens 2022.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.9 %	2020: 0.7 %
2021: 1.6 %	2021: 1.4 %

Im Juli sank die Zahl der Artikel, die nicht für Preisschätzungen verfügbar waren, von 67 auf 12. Dies dürfte die Inflation nach oben verzerrt haben, da für weniger Artikel fiktive Preise verwendet wurden (siehe Grafik des Monats). Dieser Effekt überwog bei Weitem die befristete Mehrwertsteuersenkung, die Mitte Juli für ausgewählte Artikel eingeführt wurde, denn die jährliche Gesamtinflation stieg überraschend um 40 Basispunkte auf 1.0%.

Schweiz Besser als mancherorts befürchtet

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.8 %	2020: -5.6 %
2021: 4.4 %	2021: 4.4 %

Wirtschaftlich ist die Schweiz vorerst mit einem blauen Auge davongekommen. Dank der Bedeutung des Pharmasektors sank die Industrieproduktion im zweiten Quartal nur um rund 8%, im Pharmasektor selbst sogar nur um 0.2%. Die Bautätigkeit liess weniger stark nach als befürchtet und die Auftragsbücher sind weiterhin voll. Insgesamt fiel das reale BIP der Schweiz im Q2 wohl um 8.2%. In anderen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes bleiben die Aussichten gedämpft. Die Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie meldet weiterhin einen schleppenden Auftragseingang. Im Dienstleistungssektor indessen geht die Erholung weiter. Hotels und Restaurants in den Alpengebieten melden eine starke Inlandsnachfrage, die zwischenzeitlich auch zum Rückgang der Arbeitslosigkeit in diesen Gebieten beigetragen hat. Dass viele Schweizer ihre Ferien im Land verbrachten, wirkte sich in den Sommermonaten per Saldo positiv auf den Konsum aus. Für das laufende Quartal erwarten wir ein reales BIP-Wachstum von 8.8%. Unsere Projektionen bleiben vergleichsweise optimistisch, doch einige Mitbewerber haben ihre eigenen Schätzungen zuletzt nach oben angepasst: In den letzten zwei Monaten stieg die Konsensprognose für 2020 von -6.0% auf aktuell -5.6%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -0.5 %	2020: -0.7 %
2021: 0.6 %	2021: 0.2 %

Auch in der Schweiz berichtete die Statistikbehörde über Schwierigkeiten bei der Preisdatenerhebung im Lockdown. Bis Juli waren diese Probleme jedoch vollständig gelöst, ausser bei Flugtarifen. Auch wenn noch kein klarer Trend besteht, spiegelt sich die pandemiebedingt höhere Nachfrage nach bestimmten Waren und Dienstleistungen in den Preisdaten wider. Zu den Kategorien mit zuletzt steigenden Preisen gehören Möbel, Neuwagen und Hotels.

Japan

Autoindustrie erholt sich

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.6 %	2020: -5.3 %
2021: 2.6 %	2021: 2.5 %

Japan ist der Nachzügler im weltweiten Aufschwung der Industrie, doch nun verbessert sich die Lage endlich. Grund für die Verzögerung dürfte das starke Gewicht des Automobilsektors sein. Anders als im Einzelhandel lag der Autoabsatz am Ende des zweiten Quartals immer noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau. Mit einem Produktionseinbruch im Mai auf 50% des Vorkrisenniveaus war der Automobilbau das am stärksten von der Krise betroffene Industriesegment Japans. Im Juni stieg die Produktion wieder auf 60% des Vorkrisenniveaus, und im Juli zogen die Autoexporte im Vergleich zum Juni saisonbereinigt um etwa 40% an. Trotzdem deuten die Einkaufsmanagerindizes darauf hin, dass sich die Industrie in Japan langsamer erholen wird als anderswo. Der relativ solide Konsum war der Hauptgrund dafür, dass Japan im zweiten Quartal nur einen geringen BIP-Rückgang verzeichnete. Neben den geringen Beschränkungen wirkten auch JPY 100'000 «Helikoptergeld» pro Kopf gegen den Konsumrückgang. Da jedoch die fiskalische Unterstützung nachlässt und die Risiken auf dem Arbeitsmarkt zunehmen, wie der Einbruch des Verhältnisses von offenen Stellen zu Bewerbern zeigt, dürfte die Erholung des privaten Konsums in den nächsten Monaten nur schleppend verlaufen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.2 %	2020: -0.1 %
2021: 0.2 %	2021: 0.2 %

Die Normalisierung der Wirtschaft hat zu einer höheren Teuerungsrate in Bereichen wie Kultur, Freizeit, Möbel oder Haushaltswaren geführt. Da die Inflation bis Juli etwas schneller stieg als erwartet, haben wir die Prognose für 2020 von 0.1% auf 0.2% angehoben. Dennoch scheint sich der Inflationsdruck bis 2021 aufgrund sinkender Nominallöhne und des relativ starken JPY insgesamt in Grenzen zu halten.

China

Aufschwung weiter uneinheitlich

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 2.3 %	2020: 2.1 %
2021: 7.5 %	2021: 7.8 %

Chinas Wirtschaft erholt sich in der zweiten Jahreshälfte weiter. Die Wirtschaftsdaten für Juli zeigten jedoch, dass die Erholung weiterhin ungleichmässig verläuft und hauptsächlich vom staatlich unterstützten Industriesektor getragen wird. Insbesondere die Investitionen wurden durch Immobilien- und Infrastrukturprojekte staatlicher Unternehmen angekurbelt. Auch der Konsum blieb schwach, und die Einzelhandelsumsätze schrumpften im Juli weiter. Neben staatlichen Hilfen ist auch der Handel dieses Jahr ein wichtiger Unterstützungsfaktor für Chinas Wirtschaft, da das Land von der starken Exportnachfrage etwa nach medizinischen Geräten und Homeoffice-Bedarf wie Computern und Mobiltelefonen profitiert. Künftig dürfte das Erholungstempo nachlassen, da die Politik die Konjunkturmassnahmen, insbesondere im Immobiliensektor, vorsichtig zurückfährt. Das Hauptrisiko für Chinas Wirtschaftswachstum sind die Spannungen mit den USA. Vorsorglich fördert die chinesische Regierung ein sogenanntes «Doppelkreislauf»-Wachstumsmodell, welches im Technologiebereich auf Autarkie setzt. Schon jetzt bemüht sich China um eine Schwerpunktverlagerung von seinen Exporten zu konsumorientiertem Wachstum, doch das aktuelle Umfeld dürfte diesen Trend noch verstärken.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 2.7 %	2020: 2.7 %
2021: 1.9 %	2021: 2.0 %

Im Juli stieg die Gesamtinflation von 2.5% auf 2.7%, da sich Lebensmittel durch überschwemmungsbedingte Lieferprobleme stark verteuerten. Andererseits sank die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) wegen anhaltend schwacher Nachfrage auf den tiefsten Stand seit 2010. In den nächsten Monaten wird die Gesamtinflation wohl sinken, weil bei Schweinefleisch ein steigendes Angebot zu einem allmählichen Preisrückgang führen dürfte.

Economic Research



Marc Brüttsch
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 Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife.ch

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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 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 Haftung 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 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 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.

September 2020

Zinsen und Anleihen

Der Weg des geringsten Widerstands

USA

- Wirtschaftsdaten und Unternehmensumfragen aus den USA, die zuletzt meist positiv überrascht haben, deuten auf einen kräftigen Aufschwung hin.
- Anlässlich des Jackson-Hole-Symposiums veröffentlichte die Fed das Fazit der strategischen Überprüfung ihrer Geldpolitik. Wie erwartet, verfolgt sie nun ein Inflationsziel von durchschnittlich 2%, will also nach Phasen mit tieferer Inflation vorübergehend auch eine solche von über 2% akzeptieren.

Eurozone

- Die Industriedaten verbessern sich weiter, während sich die Erholung im Dienstleistungssektor im August abschwächte, wohl aufgrund neuer gezielter Massnahmen gegen die Zunahme der COVID-19-Infektionen.
- Bei der nächsten EZB-Sitzung erwarten wir keine grossen Veränderungen, sondern nur Optimierungen bei der Programmumsetzung.

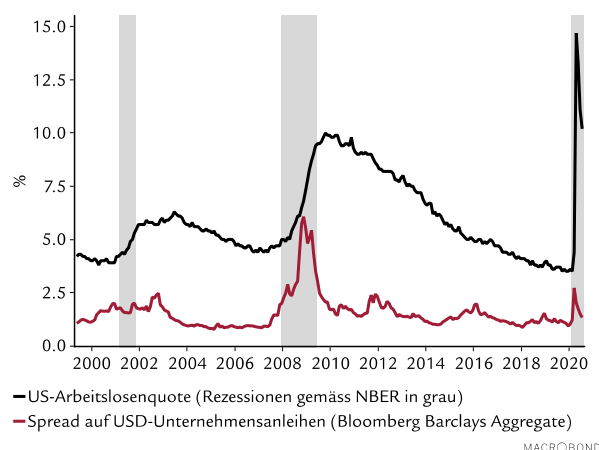
Grossbritannien

- Einkaufsmanagerindizes und Einzelhandelsumsätze verbessern sich weiter, da sich die Wiedereröffnung der Wirtschaft im internationalen Vergleich noch in einer recht frühen Phase befindet.
- Die Bank of England betonte, dass sie Negativzinsen weiterhin nicht ausschliesst, aktuell aber nicht genug Vorteile darin sieht. Damit setzte sie einen deutlich veränderten Ton.

Schweiz

- Die Schweiz scheint die Krise relativ gut zu überstehen. So ging das BIP im zweiten Quartal weniger stark zurück als in anderen Industrieländern.
- Wir rechnen zurzeit nicht mit grösseren geldpolitischen Massnahmen der SNB, obwohl die Sichteinlagen im Zuge der SNB-Interventionen am Devisenmarkt weiter steigen.

Tiefe Rezession, aber fast wieder normale Risikoaufschläge



Der August gilt als eher ruhiger Monat. Die Frist für das erwartete US-Konjunkturpaket ist ohne Einigung verstrichen und in Europa steigen die Infektionszahlen wieder an, doch die Märkte zeigten sich unbeeindruckt. Dafür genügte ein paar gute Nachrichten zur Impfstoffentwicklung, eine Deeskalation des Handelskriegs zwischen China und den USA und anhaltender geldpolitischer Rückenwind. Im August engten sich die EUR-Spreads um 14 Basispunkte auf 114 Basispunkte ein, da es kaum Neuemissionen gab. Die USD-Spreads fielen trotz für die Jahreszeit umfangreiche Neuemissionen ebenfalls leicht. Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen stiegen in den USA und in Deutschland leicht an. Da die tiefen Gewinnerwartungen zuletzt locker übertroffen wurden, führt der Weg des geringsten Widerstands für die Spreads von Unternehmensanleihen wohl nach unten. Wir mögen Ausmass und Tempo der anfänglichen Spread-Einengung unterschätzt haben, doch angesichts der angespannten Bewertungen bleiben wir defensiv. Zum Vergleich: Während der letzten beiden Rezessionen lag der Spread von USD-Unternehmensanleihen trotz gesünderer Fundamentaldaten und kürzerer Durationen im Schnitt deutlich höher. Bei Staatsanleihen setzen wir auf eine Long-Position, da die Renditen nun am oberen Rand unserer Erwartungen liegen.

Aktien

US-Informationstechnologiesektor glänzt

USA

- Während Aktien in den meisten Regionen schwächeln, ging die fulminante Erholung der US-Märkte im August weiter, vor allem wegen des grossen Gewichts der IT-Firmen in den US-Aktienindizes.
- Sofern der Tech-Sektor nicht kippt, wofür wir zurzeit keinen Anlass sehen, dürften US-Aktien den übrigen Regionen weiter vorausziehen.

Eurozone

- Der Citi Economic Surprise Index, der eingehende Daten an den Erwartungen misst, hat sich deutlich verbessert, und die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone deuten auf eine starke Erholung hin.
- Die Performance der europäischen Börsen spiegelt die Verbesserung der wirtschaftlichen Dynamik aber noch nicht wider. Daher sehen wir in der Eurozone in den nächsten Wochen Raum für positive Überraschungen.

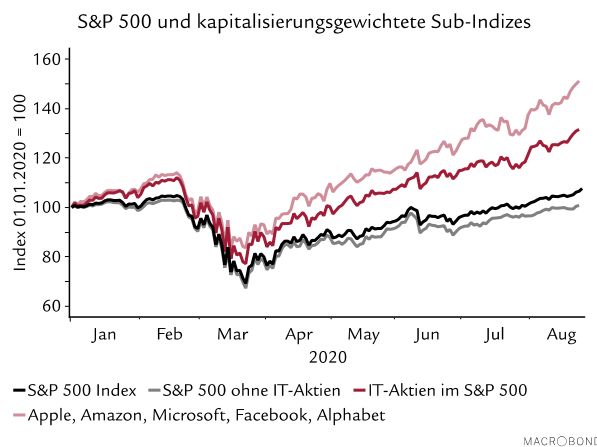
Grossbritannien

- Grossbritannien gehört in dieser globalen Rezession zu den am härtesten betroffenen Industrieländern. Darüber hinaus gab es bei den Handelsgesprächen zwischen der EU und Grossbritannien noch keine wesentlichen Fortschritte. An der klaren Underperformance britischer Aktien hat sich auch im August nichts geändert.
- Wir sehen nur begrenzten Raum für Optimismus und gehen auch für die Zukunft von einer Underperformance des britischen Aktienmarktes aus.

Schweiz

- Die Schweizer Wirtschaft ist in dieser Krise mit einem blauen Auge davongekommen. Wie von uns prognostiziert sank das BIP im zweiten Quartal um 8.2% und damit weniger stark als in anderen wichtigen Industrieländern mit Ausnahme Japans.
- Daher hat sich der Aktienmarkt in den vergangenen Monaten recht robust gezeigt, und wir erwarten nicht, dass sich dies in Zukunft ändern wird.
- Insbesondere gehen wir davon aus, dass ein möglicher zwischenzeitlicher Rückschlag an den weltweiten Börsen in der Schweiz vergleichsweise mild ausfallen würde.

Der Tech-Sektor treibt den S&P 500 an



Der US-Aktienmarkt hat seit Jahresbeginn trotz COVID-19, innenpolitischer Konflikte und geopolitischer Spannungen eine erstaunliche Outperformance erzielt. Grund ist das hohe Gewicht des IT-Sektors («Tech») in den grossen kapitalisierungsgewichteten US-Aktienindizes. Ohne Tech läge der S&P 500 noch weit unter dem Vorkrisenniveau, wie obige Grafik zeigt. Wie nachhaltig ist die US-Tech-Rally nach dem rasanten Anstieg der Bewertungen? Das Kurs-/Gewinnverhältnis der Nasdaq bewegte sich in den letzten zehn Jahren im Bereich zwischen 13 und 23 und ist jetzt auf etwa 32 gestiegen. Doch wie neulich bereits erwähnt, sind Bewertungskennzahlen in Krisenzeiten, wenn sich Gewinnerwartungen schnell verändern, für Anleger kein sehr sinnvoller Massstab. Es gibt für diese hohen Bewertungen auch fundamentale Gründe. Vor allem beschleunigt die Krise den Strukturwandel zur Digitalisierung. Tech-Firmen sind die grossen Krisengewinner, wie auch die relativ soliden Unternehmensgewinne zeigen. Die Tech-Aktien im S&P 500 haben zuletzt die Gewinnerwartungen um 13% und die Umsatzerwartungen um 6% übertroffen. Angesichts dieser soliden Gewinnsituation scheint eine Korrektur bei Tech-Aktien, die der wahrscheinlichste Auslöser einer breiteren Marktkorrektur wäre, nicht in Sicht. Zudem stützt das anhaltend Tiefzinsumfeld diese «Wachstumstitel» sowohl aus Geschäfts- als auch aus Bewertungssicht – sie haben mehr Projekte zu finanzieren als traditionelle «Substanztitel», und ihre Cashflows liegen weiter in der Zukunft und werden auf höhere Barwerte diskontiert.

Währungen

Schwenk auf neutrale Haltung zu EUR/USD

USA

- Nach einem starken Rückgang im Juli gab der USD im August auf handelsgewichteter Basis nur wenig nach. Der USD verlor hauptsächlich gegenüber dem CNY und Rohstoffwährungen wie dem CAD.
- Für das restliche Quartal erwarten wir eine Seitwärtsbewegung des USD gegenüber EUR, CHF und JPY. Die Wirtschaftsdaten dürften weiterhin solide ausfallen und den möglichen negativen Einfluss innenpolitischer Risiken mildern.

Eurozone

- Der Aufwertungstrend des EUR, der im Juli von einem kräftigen Wirtschaftsaufschwung getragen wurde, ging im August angesichts einer Verlangsamung des Aufschwungs zu Ende.
- Wir sind bei EUR/USD auf eine neutrale Haltung umgeschwenkt und sehen EUR/CHF vorerst weiter seitwärts tendierend bei etwa 1,075.

Grossbritannien

- Das GBP überraschte im August mit einer Outperformance. Die britische Währung wertete entgegen unseren Erwartungen zum USD weiter auf und legte sogar zum EUR zu.
- Das GBP dürfte von positiven Unternehmensumfragen profitiert haben. Wir erwarten nach dem Einbruch im zweiten Quartal tatsächlich einen kräftigen Aufschwung, bleiben bei den mittelfristigen Aussichten aber vorsichtig. Da zudem die Handelsgespräche zwischen der EU und Grossbritannien im September kaum vorankommen dürften, schätzen wir GBP/USD negativ ein.

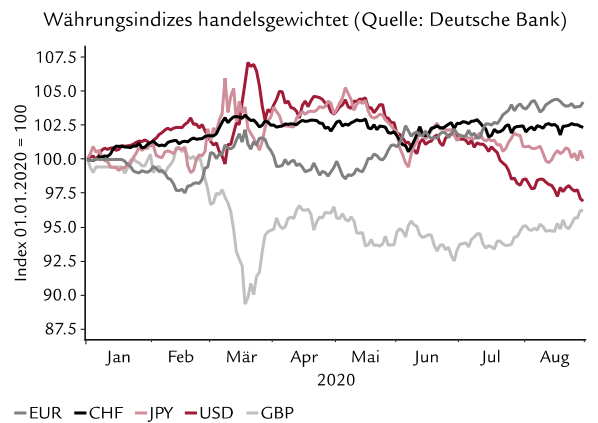
Schweiz

- Auf handelsgewichteter Basis blieb der Franken im August stabil.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF. Wie die letzten Monate gezeigt haben, ist die SNB bereit, einem möglichen Aufwertungsdruck auf den CHF durch Interventionen am Devisenmarkt entgegenzuwirken.

Japan

- Der sonst recht volatile JPY hat sich im August gegen den USD kaum bewegt.
- Wir halten es für unwahrscheinlich, dass sich dies in naher Zukunft ändern wird, und schätzen USD/JPY daher nun neutral ein.

Bild mit Seltenheitswert: Der Euro in Führung




MACROBOND

Nach einer dreimonatigen Rally, die den EUR zur performancestärksten Hauptwährung des Jahres machte, ging der Gemeinschaftswährung im August der Schwung aus. EUR/USD stabilisierte sich bei etwa 1,185 und EUR/CHF bei etwa 1,075 – letzterer aber weiter mit SNB-Unterstützung, wie die stetige Zunahme der Sichteinlagen um durchschnittlich CHF 2 Milliarden pro Woche zeigt. Aktuell halten wir eine weitere Aufwertung des EUR vs. USD für eher unwahrscheinlich und nehmen eine neutrale Sicht auf das Währungspaar ein. In den USA bestehen nach wie vor innenpolitische Risiken (die den USD belasten könnten), doch die Wirtschaftsdynamik erscheint jetzt ausgewogener. Europa verzeichnete im Juli einen kräftigen Aufschwung, aber für August deuten Umfragen auf eine langsamere Erholung hin. Ein möglicher Grund dafür sind neue Beschränkungen in vielen europäischen Ländern aufgrund wieder zunehmender COVID-19-Infektionen. Auch EUR/CHF und USD/JPY sehen wir neutral, jedoch jeweils mit negativer Tendenz. Bei riskanten Anlagen sind aktuell viele positive Entwicklungen eingepreist. Ein Rückschlag bei den Wirtschaftsdaten oder das Wiederaufflammen politischer Risiken könnte daher schnell wieder zu Aufwertungsdruck auf die Fluchtwährungen CHF und JPY führen. Die grösste Überraschung war im August jedoch die Aufwertung des britischen Pfunds. Trotz der offenbar kräftigen Erholung im laufenden Quartal gehen wir weiter davon aus, dass die britische Wirtschaft als eine der letzten zum Vorkrisenniveau zurückkehrt, solange bei den Handelsgesprächen mit der EU keine Fortschritte in Sicht sind. Daher bleiben wir bei unserer negativen Sicht auf die Kursentwicklung des Pfunds zum US Dollar.

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 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 Haftung 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 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 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.

September 2020 – Third-Party Asset Management

Asset Allocation

Risikostreuung im Tiefzinsumfeld

Zusammenfassung

- Tiefe Renditen auf Staatsanleihen und enge Spreads bei Unternehmensanleihen begrenzen das Aufwärtspotenzial festverzinslicher Anlagen in den nächsten Wochen.
- Die Aktienmärkte dürften profitieren. Aufgrund der nun eindeutig hohen Bewertungen werden sie jedoch immer anfälliger für mögliche Rückschläge.
- Die sehr tiefen Anleihenrenditen schmälern den Nutzen «sicherer» Staatsanleihen zur Steuerung des Portfoliorisikos. Daher ist es Zeit, aktiv über eine explizite Absicherung nachzudenken.

Zinsen und Anleihen

- Die Renditen von US Treasuries sind im August leicht gestiegen, schwanken aber seit April nur zwischen 0,6% und 0,8%. Dabei dürfte es vorerst auch bleiben. Indes bescheren negative Renditen für deutsche und Schweizer Staatsanleihen Anlegern einen unbefriedigenden nominalen Carry. Solche Anleihen dienen vor allem der Vermeidung von Negativzinsen auf Cash und der Diversifizierung.
- Die Spreads von Unternehmens- und High-Yield-Anleihen haben sich weiter eingengt. Trotz des historisch tiefen Niveaus erwarten wir keine nennenswerte Ausweitung, da sich die kurzfristigen Aussichten leicht verbessert haben. Für eine weitere Einengung besteht jedoch wenig Raum.

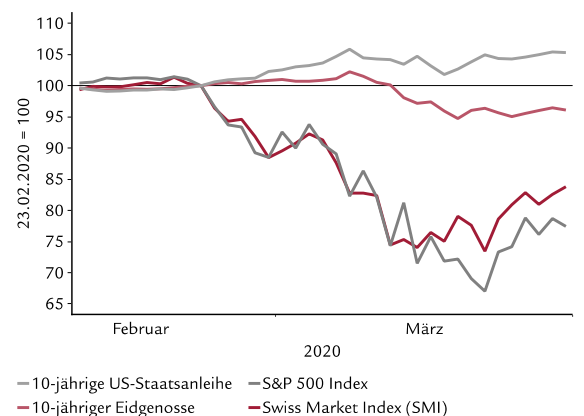
Aktien

- Die Aktienmärkte entwickelten sich erneut gut, wobei die Entwicklung im US-Tech-Sektor die regionalen Unterschiede verstärkt. Wir erwarten vorerst eine Fortsetzung dieses Trends, sehen am Horizont aber zunehmende Risiken.
- Politische Risiken sind in den aktuellen Bewertungen kaum berücksichtigt. Die fast wieder normale Volatilität macht eine Absicherung attraktiv, zumal eine Diversifikation durch Anleihen wenig Erfolg verspricht.

Eignen sich Anleihen noch zur Risikostreuung?

Theoretisch wird ein Portfolio durch Beimischung anderer, weniger korrelierter Vermögenswerte effizienter. So haben sich in der Finanzkrise Staatsanleihen in einem Aktienportfolio bewährt. Diesmal waren die Ergebnisse etwas enttäuschend, besonders mit negativ rentierenden Staatsanleihen. Negative Renditen bei tiefer, aber positiver Inflation begrenzen das Potenzial für Renditerückgänge und somit die Fähigkeit von Staatsanleihen, Risiken zu absorbieren. Anleger sollten daher eine Verlagerung ihrer strategischen Asset Allocation zu Sachwerten wie Immobilien und Infrastruktur erwägen, die zudem wiederkehrende Erträge bieten. Auf kürzere Sicht sollten sie zudem auf eine Absicherung des Aktienmarktrisikos setzen statt nur auf Diversifizierung.

In der Krise bewegten sich Anleihen und Aktien parallel



Konsequenzen für das Portfolio

Taktisch bevorzugen wir Aktien gegenüber festverzinslichen Anlagen, da die aktuelle Dynamik aufgrund fehlender Alternativen anhalten dürfte. Wir sehen jedoch zunehmende Risiken und behalten daher einen bedeutenden Teil unserer Aktienallokation in defensiven Strategien.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@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 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 Haftung 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 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 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..