

Mai 2020

## Kernaussagen

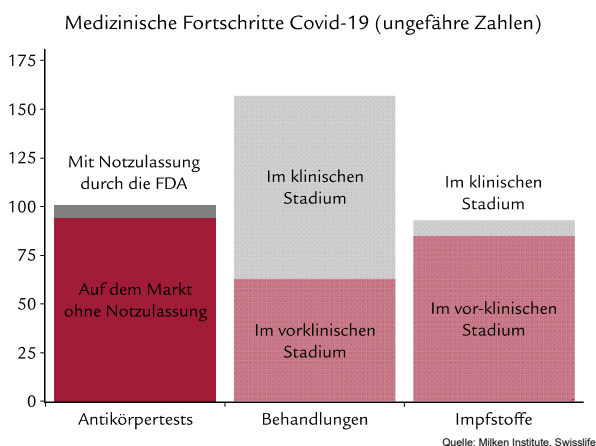
- In unserem Basisszenario beginnt sich die Weltwirtschaft allmählich zu erholen
- China führt die Erholung an, gefolgt von den USA und der Schweiz
- Sofern vorhanden, sind Kurzarbeitsprogramme ein wirksames Sicherheitsnetz

## 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	-3.0% ↓	-4.0% ↓	3.7% ↑	3.9% ↑	0.9% ↓	0.8% ↓	1.5% ↓	1.8% ↓
Eurozone	-5.8% ↓	-5.7% ↓	5.9% ↑	5.4% ↑	0.2% ↓	0.4% ↓	1.3% ↓	1.3% ↓
Deutschland	-4.7% ↓	-5.0% ↓	3.9% ↑	4.5% ↑	0.4% ↓	0.7% ↓	1.3% ↓	1.4% ↓
Frankreich	-5.6% ↓	-5.4% ↓	5.0% ↑	5.1% ↑	0.2% ↓	0.4% ↓	1.3% ↓	1.3%
Grossbritannien	-4.2% ↓	-5.4% ↓	3.6% ↑	4.7% ↑	0.9% ↓	1.0% ↓	1.7% ↓	1.6% ↓
Schweiz	-3.1% ↓	-3.3% ↓	3.6% ↑	3.6% ↑	-0.5% ↓	-0.5% ↓	0.6%	0.5% ↓
Japan	-4.9% ↓	-3.3% ↓	2.6% ↑	2.1% ↑	0.1% ↓	-0.1% ↓	0.3%	0.2% ↓
China	1.2% ↓	2.0% ↓	8.4%	7.8% ↑	3.4% ↓	3.3% ↓	2.0%	2.1% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 6. April 2020

## Grafik des Monats



Viele Länder beginnen ihre Lockdowns zu lockern und hoffen dabei auf medizinische Fortschritte. Erstens braucht es dazu rasch mehr diagnostische Tests. Zweitens würden zuverlässige Antikörpertests eine Schätzung der Immunisierungsrate ermöglichen. Viele dieser Tests sind aber noch nicht zugelassen und haben sich bisher als zu unzuverlässig erwiesen. Drittens wird grosse Hoffnung auf bestehende Medikamente zur Behandlung gesetzt. Die letzten Meldungen enttäuschten aber mehrheitlich. Letztlich würde ein Impfstoff alles ändern. Experten wollen einen solchen in Rekordzeit entwickeln. Viele warnen aber angesichts der grossen Unsicherheit und der durchschnittlichen Entwicklungszeit von zehn Jahren vor zu viel Optimismus.

## USA April wohl der Tiefpunkt

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.0 %	2020: -4.0 %
2021: 3.7 %	2021: 3.9 %

In den USA wurden Lockdowns später verfügt und sind uneinheitlicher als anderswo, da sie von den Staaten und nicht von der Bundesregierung verordnet werden. Die Konjunkturdaten hielten sich im März recht gut, obwohl die meisten Staaten in den letzten zehn Märztagen in einen Lockdown gingen. Die nominalen Einzelhandelsumsätze litten primär unter tieferen Benzinpreisen, waren aber sonst im März erstaunlich wenig betroffen. Anders die Industrieproduktion: Die Produktionsmenge ging gegenüber dem Vormonat um 6% zurück. Für April erwarten wir einen weiteren Rückgang, im Mai dürfte eine schrittweise Erholung eintreten, sobald die Einschränkungen gelockert werden. Ob die relativ frühen Öffnungspläne aus epidemiologischer Sicht bei noch nicht sinkenden Fallzahlen Sinn ergeben oder nicht, sie könnten den unmittelbaren Wirtschaftsschaden verringern. Der Einkaufsmanagerindex PMI fiel in den USA im April weniger stark als in europäischen Ländern, und wir erwarten für 2020 eine Jahresveränderung des realen Bruttoinlandsprodukts um -3.0%. Diese Prognose liegt leicht über dem Konsensus. Dennoch dürfte eine Rückkehr auf Vorkrisenniveau viel länger dauern als gedacht (im Basisszenario für die USA bis ins zweite Halbjahr 2021), weil die Flaute in Sektoren wie Freizeit, Tourismus oder Gastronomie noch länger anhalten wird. Zudem wird der Anstieg der Arbeitslosigkeit in den USA die Nachfrage bis weit ins 2021 dämpfen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.9 %	2020: 0.8 %
2021: 1.5 %	2021: 1.8 %

Die Daten für März zeigten klar, dass die Coronakrise deflationär wirkt. Neben dem erwarteten Einbruch der Energiepreise sank die Kerninflation aufgrund von Gütern und Dienstleistungen im Monatsvergleich um 0.1%. Eine gewisse Verzerrung rührt daher, dass der fixe Warenkorb Güter wie Flug- und Hotelpreise enthält, die im Lockdown nur schwer zu konsumieren und stark rabattiert waren. Zudem erschwerte der Lockdown allgemein die Erhebung von Preisdaten.

## Eurozone Solidarität auf dem Prüfstand

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -5.8 %	2020: -5.7 %
2021: 5.9 %	2021: 5.4 %

Europa lockert einige Massnahmen, die seit Februar zur Eindämmung der COVID-19-Pandemie verhängt worden sind. Zwar öffnen in Österreich und Deutschland bestimmte Läden und Dienstleistungen unter strengen Vorschriften wieder, in den am meisten betroffenen Ländern Italien und Spanien wird aber viel verhaltener gelockert. Laut unseren Berechnungen brach die Wirtschaftsleistung in Spanien und Italien bis Ende April um über ein Drittel des Vorkrisenniveaus ein. Mit einem Rückgang von rund 14% in derselben Periode dürfte Deutschland mit einem blauen Auge davonkommen. Da grenzüberschreitendes Reisen wohl zu den letzten wieder erlaubten Tätigkeiten gehören wird, werden tourismusabhängige Branchen stark unter dem fehlenden Auslandstourismus leiden. Die Arbeitsmärkte in Südeuropa werden sich in den kommenden Monaten drastisch verschlechtern, was zu einem anhaltenden Schock für die Inlandsnachfrage führt. Das gesamte BIP der Eurozone dürfte 2022 auf Vorjahrkrisenniveau zurückkehren. In Spanien und Italien wird es wohl noch länger dauern. Dank der Geldpolitik weiteten sich die Spreads auf Staatsanleihen dieser Länder trotz eines möglichen Anstiegs des Verschuldungsgrads Italiens auf über 150% nicht weiter aus. Mittelfristig wird die Eurozone eine Risikoverteilung vornehmen müssen. Ohne die Hilfspakete und weitere Schritte in Richtung Vollendung der Währungsunion steigt das Risiko einer «Eurokrise 2.0».

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.2 %	2020: 0.4 %
2021: 1.3 %	2021: 1.3 %

Die aktuelle Krise wird oft zu Unrecht mit Nachkriegssituationen verglichen, auf die Inflation folgt. Der Angebots- und der darauffolgende Nachfrageschock infolge der Lockdowns führen zu einer beispiellosen Unternutzung von sonst intakten Kapazitäten in der Infrastruktur, der Produktion und im Arbeitsmarkt. Die dadurch entstehende Produktionslücke muss geschlossen werden, bevor zunehmende Inflation ein potenzielles langfristiges Risiko darstellen könnte.

## Deutschland

### Ein (dunkel)-blaues Auge geholt

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.7 %	2020: -5.0 %
2021: 3.9 %	2021: 4.5 %

Verglichen mit den meisten anderen EWU-Ländern scheint Deutschland bei der Pandemie und der folgenden Rezession mit einem (dunkel)-blauen Auge davonzukommen. Geschäftsklimaindizes und Konsumentenstimmung fielen so schnell wie noch nie. Doch da Deutschlands Gesundheitswesen durch die Pandemie nie auch nur nahezu überlastet war, dürfte sich das Land früher erholen als andere grosse westliche Länder. Autohersteller kurbeln die Produktion wieder an und Läden öffnen schrittweise wieder. Deutschlands bewährtes Kurzarbeitsprogramm und weitere Fiskalpakete in Höhe von über 10% des nominalen BIP werden die schrittweise Erholung im zweiten Halbjahr 2020 stützen. Anders als Frankreich, Italien und Spanien ist Deutschland weniger von Dienstleistungen abhängig, die vergleichsweise mehr unter der Krise leiden als das verarbeitende Gewerbe. Der Verlust aus den wohl über die Sommermonate hinaus dauernden Reiseverboten könnte durch zusätzliche touristische Binnennachfrage teilweise kompensiert werden. Das grösste Risiko ist ein zweite Pandemiewelle, die die Auslandsnachfrage in der deutschen Produktion und der Maschinenindustrie einbrechen liesse und zu neuen Lockdowns im Inland führen würde.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.4 %	2020: 0.7 %
2021: 1.3 %	2021: 1.4 %

Angst vor steigender Inflation ist eine typisch deutsche Reaktion auf akkommodierende Geldpolitik. Man sah dies von 2008 bis mindestens 2012, obwohl die effektiven Daten stets zeigten, dass die Panikmacher falsch lagen. Das Gleiche geschah mit den jüngsten koordinierten geld- und fiskalpolitischen Massnahmen. Aber der Einbruch der Energiepreise und die äusserst negative Produktionslücke bergen zumindest kurzfristig eher deflationäre als inflationäre Risiken. Ausser die Energiepreise schnellen plötzlich nach oben, dürfte die Gesamtinflation in Deutschland bis Ende 2021 unter 2% bleiben.

## Frankreich

### Ungünstiger Geschäftsmix

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -5.6 %	2020: -5.4 %
2021: 5.0 %	2021: 5.1 %

Vor einem Monat gingen wir davon aus, dass das BIP in europäischen Ländern auf 80 bis 90% des Normalniveaus von März/April sinken würde. Das scheint jetzt zu optimistisch. Daher senken wir unsere Prognosen für das jährliche BIP-Wachstum erneut. Unsere Prognosen für 2020 und 2021 liegen derzeit leicht unter dem Konsensus. Laut dem französischen Statistikamt INSEE fiel die Kapazitätsauslastung im März auf 56%, weit unter den langfristigen Durchschnitt von 81%. Noch im Januar lag sie bei 77%. Die Lockdowns in Frankreich sind vergleichsweise strenger und dürften länger anhalten als in Deutschland. Daher dürfte die Konjunktur im besten Fall Ende des 2. Quartals wieder anziehen. Da Dienstleistungen in Frankreich mehr zur Bruttowertschöpfung beitragen als in Deutschland, litt Frankreich in den vergangenen Abschwungsphasen seit 2008 weniger. Diesmal aber sind die Dienstleistungen am stärksten von der Krise betroffen. Gemäss vorläufigen Daten fiel der Dienstleistungs-Einkaufsmanagerindex (PMI) im April auf 10.4 Punkte – den tiefsten Wert seit Beginn der Aufzeichnungen 1998. Auch die Produktion verfiel in eine tiefe Rezession, aber die PMI-Daten für diese Sektoren sanken nicht weit unter das Niveau der grossen Rezession 2008/2009.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.2 %	2020: 0.4 %
2021: 1.3 %	2021: 1.3 %

Aufgrund der tiefen Energiepreise dürfte die Inflation 2020 sehr gering ausfallen und Anleger habe noch Zeit, künftige Inflationsrisiken abzuschätzen. Während die Wachstumsprognosen seit letztem Monat stark korrigiert wurden, bleibt die Konsensus-Inflationsprognose 2021 unverändert. Eine mittelfristige Folge von COVID-19 dürfte eine teilweise Deglobalisierung sein. Dies löst nicht zwingend eine Inflationsspirale aus, weil die Lieferanten höhere Produktionskosten nicht an ihre Kunden weitergeben können. Da das BIP erst 2022 auf Vorkrisenniveau zurückkehren dürfte, wird die Produktionslücke noch länger negativ bleiben.

## Grossbritannien Das Schlimmste steht noch bevor

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.2 %	2020: -5.4 %
2021: 3.6 %	2021: 4.7 %

Grossbritannien verhängte erst spät Lockdowns und wird diese später als die meisten Länder auf dem Kontinent lockern. Da die täglichen neuen Fälle Ende April immer noch nicht deutlich abnahmen, verlängerte die Regierung den Lockdown bis Mai. Hinweise zu den wirtschaftlichen Folgen sind nach wie vor rar. Die einzigen wichtigen publizierten Konjunkturdaten für März waren die Einzelhandelsumsätze, die seit Februar um 3.7% gesunken waren. Dies ist der stärkste monatliche Rückgang der Geschichte, aber das Schlimmste steht noch bevor. Der Dienstleistungs-Einkaufsmanagerindex brach im April auf 13.4 Punkte ein, so stark wie noch nie. Fast keine der befragten Firmen ging von einer Verbesserung der Geschäftstätigkeit. Wie in anderen Industrieländern dürfte die Rezession in Grossbritannien tiefer und die Erholung langsamer ausfallen als bisher angenommen. Die Folgen für die Privatnachfrage hängen vom Arbeitsmarkt ab. Noch bleibt unklar, ob das neue Programm zur Arbeitsplatz-erhaltung Wirkung zeigt. Bisher sind rund vier Millionen Arbeitnehmende registriert, eine eher bescheidene Zahl im Vergleich zur deutschsprachigen Welt mit ähnlichen, aber bewährten Formen der Kurzarbeit. Im Vereinigten Königreich läuft das Programm Ende Juni aus, zu früh, um einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.9 %	2020: 1.0 %
2021: 1.7 %	2021: 1.6 %

Der Inflationsbericht für März zeigte wie erwartet stark rückläufige Energiepreise und klare Anzeichen eines «Corona-Effekts». Die Preise für Güter und Dienstleistungen im stark nachgefragten Gesundheitswesen und in der Kommunikation nahmen zu, während sie in den stark betroffenen Sektoren wie Gastronomie, Hotellerie oder Freizeit abnahmen. Der Gesamteffekt der Krise dürfte 2020 disinflationär ausfallen.

## Schweiz Sicherheitsnetz Kurzarbeit hält

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.1 %	2020: -3.3 %
2021: 3.6 %	2021: 3.6 %

Gemäss Staatssekretariat für Wirtschaft SECO summieren sich die Anträge auf Kurzarbeit auf 1.85 Millionen Arbeitsplätze, oder etwa ein Drittel der Arbeitnehmenden in der Schweiz. Rund die Hälfte der Anträge wurde bisher genehmigt. Derweil dürfte die Anzahl Arbeitsloser Ende April auf 155 000 zu stehen kommen, wodurch sich die Arbeitslosenquote von 2.5% Ende 2019 auf 3.4% erhöht. Trotz diesem rasanten Anstieg scheint das Sicherheitsnetz in Form des Kurzarbeitsprogramms im Moment zu halten. Dank sinkenden Fallzahlen lockert die Schweiz allmählich ihre Restriktionen. Der wirtschaftliche Schaden aber ist wohl deutlich grösser, als wir noch vor einen Monat dachten. 2020 dürfte das BIP aufgrund der Eindämmungsmassnahmen um 3.1% schrumpfen. Vor einem Monat erwarteten wir noch einen Rückgang um 1.3%. Die Unsicherheit bleibt sehr hoch und die Auswirkung der Lockdowns variiert von Sektor zu Sektor. Ein Drittel der Wirtschaft (darunter Finanzdienstleistungen und staatliche Leistungserbringer) dürfte die Pandemie nur geringfügig zu spüren bekommen. Die übrigen Sektoren erfahren Einbussen von 5 bis 80% ihrer Produktion. In den zwei am meisten betroffenen Sektoren (Beherbergung sowie Kunst, Unterhaltung und Erholung) wird die Wirtschaftsleistung Ende 2020 noch immer unter 75% des Vorkrisenniveaus liegen.

### Inflation

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

In der Schweiz herrscht wieder Deflation: Die Verbraucherpreise gingen im Vorjahresvergleich zurück. Die Inflation dürfte im April aufgrund des markanten Energiepreiserückgangs und des starken Frankens auf -0.7% sinken. Da wir von einer gewissen Normalisierung der globalen Konjunktur im zweiten Halbjahr 2020 ausgehen, dürften sich die Energiepreise langsam erholen und positiv zur Inflation 2021 beitragen.

## Japan Ein Balanceakt

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.9 %	2020: -3.3 %
2021: 2.6 %	2021: 2.1 %

Obwohl Japan die Pandemie als eines der ersten Industrieländer zu spüren bekam, war die Ansteckungsrate sehr tief, bevor sie in der letzten Märzwoche anstieg. Doch Ansteckungen und Todesfälle blieben relativ gering. Dabei hält die Regierung an einer ähnlichen Strategie wie Schweden fest. Premier Abe rief im April den Notstand aus, verhängte jedoch neben Schulschliessungen keine nationalen Lockdowns. Die meisten Social-Distancing-Regeln sind freiwillig. Ein erklärtes Ziel der Strategie ist es, medizinische und wirtschaftliche Risiken gegeneinander abzuwägen, was bisher gelang. Die japanische Wirtschaft wird im ersten Halbjahr 2020 in eine schwere Rezession fallen, aber die Einkaufsmanagerindizes für April zeigen, dass japanische Firmen vergleichsweise weniger stark betroffen waren als ihre Konkurrenten in Europa. Trotzdem kündigte die Regierung im April ein Fiskalpaket im Umfang von angeblich 20% des Bruttoinlandsprodukts an, welches auch Direktzahlungen an Firmen und Haushalte einschliesst. Derweil erklärte sich die Bank of Japan bereit, so viele Staatsanleihen wie nötig zu kaufen, um die Nominalzinsen weiterhin gedeckelt zu halten. So ebnete die Zentralbank den Weg für mögliche weitere Fiskalmassnahmen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.1 %	2020: -0.1 %
2021: 0.3 %	2021: 0.2 %

Die japanische Wirtschaft wird nur aufgrund der Konsumsteueranhebung im Oktober 2019 eine negative Inflation für 2020 verhindern. Tiefere Energiepreise, die Yen-Aufwertung seit Jahresbeginn und die geringere Verbrauchernachfrage dürften in den kommenden Monaten Abwärtsdruck auf die Preise ausüben. Auch der bis Februar erstaunlich grosse Lohndruck dürfte nachlassen, weil das Verhältnis von offenen Stellen zu Bewerbern im März stark abnahm.

## China Wirtschaft schrumpft markant

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.2 %	2020: 2.0 %
2021: 8.4 %	2021: 7.8 %

Die Wirtschaft Chinas schrumpfte im ersten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 6.8%, nachdem die Konjunktur durch den nationalen Lockdown und Fabrikschliessungen eingebrochen war. Monatliche Indikatoren signalisierten aber durchs Band eine Erholung im März. Vor allem beim Angebot entspannte sich die Lage. Die Industrieproduktion sank noch um -1.1% nach dem zweistelligen Rückgang im Februar. Der Konsum präsentiert sich aufgrund einer viel moderateren Erholung der Einzelhandelsumsätze weniger dynamisch, weshalb sich der zweistellige Rückgang in den März hineinzog. Neben der nur leicht verbesserten Binnennachfrage stellt die Aussennachfrage angesichts der tiefen globalen Rezession eine weitere Herausforderung dar. Deshalb korrigierten wir die Wachstumsprognose für das BIP für 2020 von 3.8% auf 1.2%. Wir rechnen mit einer schrittweisen Erholung, weil die Lockdowns weitgehend aufgehoben und Präventionsmassnahmen in Form von digitalem Tracing eingeführt werden. Das grösste Risiko für unsere Prognose bleibt eine zweite Pandemiewelle. Kürzlich verzeichnete die Stadt Harbin im Nordosten Chinas einen Fallanstieg ausgelöst durch infizierte chinesische Rückkehrer aus Russland.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 3.4 %	2020: 3.3 %
2021: 2.0 %	2021: 2.1 %

Die Märzinfation flaute stärker ab als erwartet. Der Grund waren tiefere Nahrungsmittelpreise, weil sich Angebotseinschränkungen bei gewissen Gütern entschärften und die Energiepreise einbrachen. Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) blieb auf sehr tiefen 1.2%. Die Inflation dürfte infolge geringer Nachfrage und des tiefen Ölpreises weiter abflauen, weshalb wir unsere Inflationsprognose für 2020 von 3.6% auf 3.4% korrigierten.

## 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 Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@swisslife.ch

### Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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 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.