Perspektiven

Konjunktur

SwissLife Asset Managers

September 2019

Kernaussagen

- Risiko eines No-Deal-Brexit steigt
- Technische Rezession in Deutschland immer wahrscheinlicher
- Zunehmende Kerninflation in Industrieländern

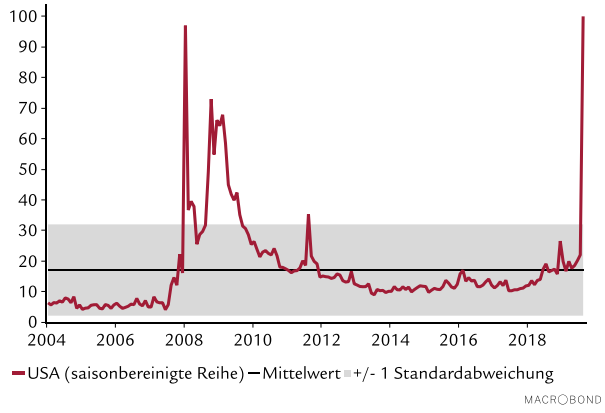
Prognosevergleich

	2019 BIP-Wachstum		2020 BIP-Wachstum		2019 Inflation		2020 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	2.3% ↓	2.3% ↓	1.8%	1.9%	1.8%	1.8% ↓	2.2%	2.1%
Eurozone	1.1% ↑	1.1%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%
Deutschland	0.6% ↓	0.6% ↓	0.7% ↓	1.2% ↓	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%
Frankreich	1.2% ↓	1.3%	1.1% ↓	1.2% ↓	1.3% ↑	1.2%	1.5%	1.4%
Grossbritannien	1.2%	1.2% ↓	1.1% ↓	1.2% ↓	2.0% ↑	1.9%	2.0%	2.0%
Schweiz	1.1%	1.3%	1.2%	1.4% ↓	0.5% ↓	0.6%	0.6% ↓	0.8% ↑
Japan	1.0% ↑	0.9% ↑	0.3% ↓	0.3%	0.6%	0.7% ↑	1.0%	0.8%
China	6.1%	6.2%	6.0%	6.0%	2.4% ↑	2.4% ↑	2.3% ↑	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12.08.2019

Grafik des Monats

Internet Suchabfragen nach "Recession" (Quelle: Google Trends)



Anhand von Big Data können wirtschaftliche Trends beurteilt werden. Interessant ist in diesem Zusammenhang die Anzahl Google-Suchen nach «recession» in den USA. Im August 2019 kletterte die Anzahl Suchen auf den höchsten Stand seit Januar 2008. Dies könnte eine Antwort auf die Medienberichte über Rezessionsrisiken sein und heisst nicht unbedingt, dass sich das Verhalten der US-Konsumenten verändert hat. Gemäss dem NBER (National Bureau of Economic Research) ging jedoch mit dem Beginn der letzten US-Rezession eine hohe Anzahl Internetsuchen nach «recession» einher.

USA
Zölle treffen nun Konsumenten

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.3 %	2019: 2.3 %
2020: 1.8 %	2020: 1.9 %

Der August brachte viele neue negative Meldungen, als die Handelsspannungen zwischen den USA und China eskalierten. Per 1. September bzw. 15. Dezember werden alle noch nicht betroffenen Importe aus China mit Zöllen von 15% belegt. Präsident Trump will zudem die bestehenden Zölle weiter erhöhen. Nach den Zöllen auf Halbfabrikaten und Kapitalgütern stehen dieses Mal Konsumgüter wie Mobiltelefone, Computer, Kleidung oder Spielzeuge im Fokus. Die negativen Meldungen haben in den Konsumentenumfragen im August bereits Spuren hinterlassen und die Rezessionsängste sind gemäss Google-Trends-Daten gestiegen (siehe Grafik des Monats). Die grössere Unsicherheit dürfte künftig den Privatkonsum allmählich belasten. Grosse Anschaffungen wie Fahrzeuge flauen bereits ab. Der prognostizierte Abschwung trägt zu den bereits schwachen Investitionen bei und dürfte nächstes Jahr zu einem Wachstum leicht unter Potenzial führen. Positiv ist, dass die stark rückläufigen Zinsen den Häusermarkt stützen. Die Stimmung bei den Hausbauern, die Hypothekenbewilligungen und die Transaktionsdaten haben sich seit Jahresbeginn deutlich verbessert.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.8 %	2019: 1.8 %
2020: 2.2 %	2020: 2.1 %

Die US-Inflation überraschte im Juni und im Juli positiv. Die Kerninflation kletterte auf 2.2%, für August erwarten wir aufgrund der Güter und der Dienstleistungen einen weiteren Anstieg auf 2.3%. Die neuen Zölle dürften die Inflation um 10 bis 20 BP erhöhen, aber da der Anstieg nur temporär wäre, dürften sie die Geldpolitik kaum beeinflussen. Letztere wird sich eher auf die negativen Auswirkungen der Zölle auf die Nachfrage konzentrieren. Das Fed dürfte somit an der September- und der Dezembersitzung den Leitzinssatz um 25 BP senken.

Eurozone
Geldpolitik: Wie geht es weiter?

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.1 %	2019: 1.1 %
2020: 1.0 %	2020: 1.2 %

Laut den jüngsten Werten der Indikatoren aus dem verarbeitenden Gewerbe ist die Konjunkturdynamik in jenen Ländern am schwächsten, die beim Export stark auf Regionen ausserhalb der Eurozone angewiesen sind. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Produktion ist in Deutschland und Österreich besonders tief, in Frankreich, den Niederlanden oder Griechenland liegt er im expansiven Bereich. Die kränkelnde deutsche Industrie dürfte andere Regionen oder Sektoren deshalb nicht so schnell anstecken. Der PMI für den Dienstleistungssektor der Eurozone ist derzeit höher als der Durchschnitt im ersten Halbjahr. Wir erwarten, dass die EZB neue geldpolitische Impulse geben wird, die für günstige Kreditbedingungen in der ganzen Eurozone sorgen dürften. Ausserdem ist finanzpolitischer Spielraum vorhanden, nicht zuletzt dank der Finanzrepression, die die nominalen Anleiherenditen deckelt und eine günstige Refinanzierung auslaufender Schuldtitel sicherstellt. Während Frankreich seine finanzielle Kapazität voll ausschöpft, ist Deutschland viel zurückhaltender. Die politischen Spannungen bleiben gross: Italiens Regierungskrise, der Brexit und ein womöglich eskalierender Handelskonflikt trüben den Ausblick für die Eurozone.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.3 %	2019: 1.3 %
2020: 1.5 %	2020: 1.4 %

Wie und in welchem Umfang die Wirtschaft der Eurozone geldpolitisch stimuliert werden soll, ist bis zur EZB-Sitzung am 12. September unklar. Wir bezweifeln, dass ein neues Lockerungspaket der EZB die langfristigen Inflationserwartungen nachhaltig verändern werden. Kurzfristig aber finden wir, dass die Finanzmärkte den bevorstehenden temporären Anstieg der Gesamtinflation auf 1.9% bis zum ersten Quartal 2020 nicht richtig eingepreist haben.

Deutschland
Eine technische Rezession?

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.6 %	2019: 0.6 %
2020: 0.7 %	2020: 1.2 %

Ähnlich wie in den USA kletterten die Internetsuchen nach «Rezession» in Deutschland auf den höchsten Stand seit November 2008. Da das BIP im zweiten Quartal zurückging, besteht ein beträchtliches Risiko, dass die deutsche Wirtschaft in eine technische Rezession gerutscht ist. Gemäss dem jüngsten Monatsbericht der Bundesbank schrumpfte die Wirtschaft im laufenden Quartal infolge der anhaltenden Schwäche in der Industrie weiter. Wenn die Bundesbank recht hat, ist die Voraussetzung für eine technische Rezession erfüllt. Unser auf den Einkaufsmanagerindizes beruhendes Modell signalisiert derzeit 0% Wachstum im dritten Quartal. Ob das BIP im dritten Quartal nun schrumpft oder nicht, hängt auch von der Dynamik im Dienstleistungssektor ab. Bis April war das Geschäftsklima im Dienstleistungs- und in anderen binnenmarktorientierten Sektoren gut, was zeigt, dass die schnell abflauende Dynamik in der Produktionstätigkeit nur wenig ausstrahlt. Gemäss der ifo-Umfrage hat sich dies nun geändert. Im August fiel der Geschäftsklimaindex für den Dienstleistungssektor unter seinen langfristigen Durchschnitt. Es wäre reichlich fiskalischer Spielraum vorhanden, um den Schaden des Abschwungs einzudämmen. Aber Deutschland scheint bisher nicht gewillt, finanzpolitisch einzugreifen.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.5 %	2019: 1.5 %
2020: 1.7 %	2020: 1.6 %

Unsere Inflationsprognose ist unverändert, da sich die Juli-Daten weitgehend mit unserem Ausblick deckten. Die jährliche Gesamtinflation wird in den kommenden Monaten schwanken, weil die sinkenden Energiepreise aus dem vierten Quartal 2018 einen wesentlichen Basiseffekt hervorrufen. Die Gesamtinflation Deutschlands dürfte Ende 2019 2% übersteigen und bis März 2020 gar auf 2.6% zunehmen.

Frankreich
Erholung in der Produktion

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.2 %	2019: 1.3 %
2020: 1.1 %	2020: 1.2 %

Frankreich spürt den globalen Gegenwind nach wie vor weniger als andere europäische Länder wie Deutschland oder die Schweiz. Im zweiten Quartal 2019 wuchs das BIP gestützt durch die Investitionsausgaben der Unternehmen um 0.3%. Der Konsum privater Haushalte enttäuschte und stieg so verhalten wie in den letzten vier Quartalen nicht mehr. Dennoch hellt sich die Konsumentenstimmung weiter auf und trotzt so der zunehmenden globalen Unsicherheit. Die französischen Konsumenten sind zunehmend konstruktiv, was den Kauf wichtiger Haushaltsgüter anbelangt. Das verheisst viel Gutes für die zweite Jahreshälfte. Die Arbeitslosigkeit fiel auf den tiefsten Stand seit dem ersten Quartal 2009. Der französische Einkaufsmanagerindex für die Produktion kletterte im August wieder über die kritische 50-Punkte-Marke. Der PMI der Dienstleistungsindustrie erholt sich weiter von den Gelbwestenprotesten zwischen Dezember 2018 und März 2019. Mit 53.3 Punkten liegt er auf dem höchsten Niveau seit November 2018, was auf robuste Dynamik in der Binnenwirtschaft hindeutet. Tiefere Finanzierungskosten im öffentlichen und im privaten Sektor dürften die Binnennachfrage stützen und die französische Wirtschaft vom Rezessionstrend in Deutschland abschirmen.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.3 %	2019: 1.2 %
2020: 1.5 %	2020: 1.4 %

Die Inflation war höher als in den letzten zwei Monaten angenommen. Deshalb passen wir unsere Prognose für 2019 auf 1.3% an. Die Prognose für 2020 liegt weiterhin leicht über dem Konsensus, weil wir davon ausgehen, dass die Preissetzungsmacht der Firmen durch die solide Binnenkonjunktur leicht zunehmen wird. Aufgrund von Basiseffekten aus dem Ölpreisrückgang Ende 2018 wird die jährliche Gesamtinflation im ersten Quartals 2020 vorübergehend auf ca. 2% steigen.

Grossbritannien
Nun ist alles möglich

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.2 %	2019: 1.2 %
2020: 1.1 %	2020: 1.2 %

Der Brexit bleibt in Grossbritannien Thema Nr. 1. Das Risiko eines harten Brexit ist gestiegen und betrug bei Redaktionsschluss ca. 50% – eine subjektive Einschätzung mit viel Ungewissheit. Folgende zwei Wege könnten zu einem harten Brexit führen: Boris Johnson strebt diesen per 31. Oktober an, falls die Neuverhandlungen erfolglos bleiben, und das Parlament ist möglichweise nicht willens oder fähig, den Premierminister dabei zu stoppen. Im wahrscheinlicheren Fall eines Konflikts zwischen Parlament und Regierung wären vorgezogene Wahlen nötig. Im britischen Mehrheitswahlsystem aber könnten die Brexit-Befürworter eine Mehrheit erlangen, wenn sie besser als ihre Gegner in der Lage sind, die Stimmen zu vereinigen. Da unsere Wachstumsprognosen nach wie vor auf einem positiven Brexit-Ausgang basieren, sind diese mit deutlichen Abwärtsrisiken behaftet. Bei einem harten Brexit erwarten wir mindestens ein Quartal mit sinkendem Output. Danach dürfte sich das BIP-Wachstum auf tieferem Niveau einpendeln. Eine intensivere Vorbereitung der Firmen, vorübergehende Sonderfreigaben und ein schwächeres Pfund könnten den Schock abfedern, aber da es keinen historischen Vergleich zum Brexit gibt, sind die Folgen nur sehr schwer absehbar.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.0 %	2019: 1.9 %
2020: 2.0 %	2020: 2.0 %

Die Inflationszahlen überraschten im Juli wieder positiv: Gesamt- und Kerninflation stiegen auf 2.1% bzw. 1.9%. Die schwächere Währung und das stärkere Lohnwachstum erhöhten den Inflationsdruck. Der Inflationsverlauf hängt stark von den Währungs- und somit den Brexit-Entwicklungen ab. Da ein harter Brexit und folglich eine Pfundabwertung immer wahrscheinlicher werden, zeigt das Risiko für unseren stabilen Inflationsausblick nach oben.

Schweiz
Robuste Industrietätigkeit

BIP-Wachstum	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.1 %	2019: 1.3 %
2020: 1.2 %	2020: 1.4 %

Unser vorsichtiger Wachstumsausblick erklärt sich durch die Abhängigkeit der Schweiz von der Auslandsnachfrage. Zudem setzt die Aufwertung des Frankens diejenigen Dienstleistungssektoren unter Druck, die mit der benachbarten Eurozone besonders fest konkurrieren. Einkaufstourismus wird attraktiver und alpine Tourismusregionen büssen gegenüber ihren französischen und österreichischen Gegenspielern erneut an Wettbewerbsfähigkeit ein. Hinzu kommt, dass das Risiko einer technischen Rezession in Deutschland, dem nach wie vor wichtigsten Handelspartner, die Investitions- und Einstellungstätigkeit der Unternehmen dämpft. Nach einem starken ersten Quartal dürfte das BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2019 infolge der Entwicklungen in Deutschland stagniert haben. Die Risiken für diese Einschätzung tendieren nach oben, weil die Industrieproduktion im zweiten Quartal offenbar weiter angezogen hat. Die Produktion in der Pharmaindustrie beispielsweise stieg im zweiten Quartal gemäss Bundesamt für Statistik um fast 14%. Dies steht im Gegensatz zu den markant sinkenden Stimmungsindikatoren im verarbeitenden Gewerbe. Die BIP-Zahlen für das zweite Quartal werden am 5. September publiziert.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.5 %	2019: 0.6 %
2020: 0.6 %	2020: 0.8 %

Wir senkten unsere Inflationsprognose für 2019 auf 0.5%. Der vorübergehende Rückgang der Benzinpreise im August und die anhaltende Aufwertung des Frankens deuten darauf hin, dass die Inflation weniger stark steigen wird wie zuvor erwartet. Der Aussenwert des Frankens kletterte auf handelsgewichteter Basis auf den höchsten Stand seit dem zweiten Quartal 2015. Deshalb fiel der Schweizer Produzenten- und Importpreisindex von Jahresbeginn bis Juli 2019 um 1.7%.

Japan
Überraschend robust

Die Wirtschaft Japans ist sehr stark auf die chinesische Nachfrage und den internationalen Handel angewiesen und das Potenzialwachstum ist eines der tiefsten der Industrieländer. Ganz überraschend aber wuchs die Wirtschaft im ersten Halbjahr 2019 fast gleich schnell wie die USA und doppelt so schnell wie die Eurozone. Wir haben deshalb unsere BIP-Prognose für 2019 stark nach oben korrigiert. Der wichtigste Wachstumstreiber bleibt die Binnennachfrage. Der positive Investitionszyklus bei den Unternehmen hält an und die Ausgaben der Haushalte nehmen im Vorfeld der Konsumsteueranhebung im Oktober zu. Dies wird nicht lange gutgehen. Je mehr die Konsumenten ihre Käufe vorziehen, desto grösser der «Kater» nach der Steueranhebung. Wir senkten deshalb die Prognose für 2020 leicht auf 0.3%, weil wir schwächeren Konsum und eine flaue Auslandsnachfrage erwarten, was durch die deutliche Yen-Aufwertung noch verstärkt wird. Der Inflationstrend bleibt somit schwach und die expansive Haltung der Bank of Japan garantiert.

China
Ein schärferer Ton

Die am G20-Gipfel Ende Juni vereinbarte Feuerpause im Handelskonflikt währte nicht lange. Schon Anfang August kündigte Präsident Trump Zölle auf den verbleibenden USD 300 Mrd. an chinesischen Einfuhren an. Im Gegenzug will Peking US-Importe im Wert von USD 75 Mrd. mit Zöllen von 5% bis 10% belegen, worauf die USA mit einer weiteren Zollerhöhung um 5% auf alle chinesischen Importe antworteten. Dass China den Ton im Handelskrieg verschärft hat, dürfte die Verhandlungen erschweren. Chinas Wirtschaft spürt zwar die Folgen der Handelsspannungen, doch die Stimulierungsmassnahmen der Regierung dürften verhalten bleiben. China liess verlauten, dass die Ankurbelung des Wachstums durch Stimulierung des Immobilienmarkts keine Option sei. Zudem führte die chinesische Zentralbank einen neuen Referenzzinssatz ein, um die Darlehenszinsen für Unternehmen zu senken, reduzierte aber ihren Leitzinssatz nicht. Denn dies würde eine weitere Lockerung bedeuten, gleichzeitig aber Abwärtsdruck auf die Währung ausüben.

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

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 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 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 Management (France), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret und Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-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 Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.