

November 2019

Kernaussagen

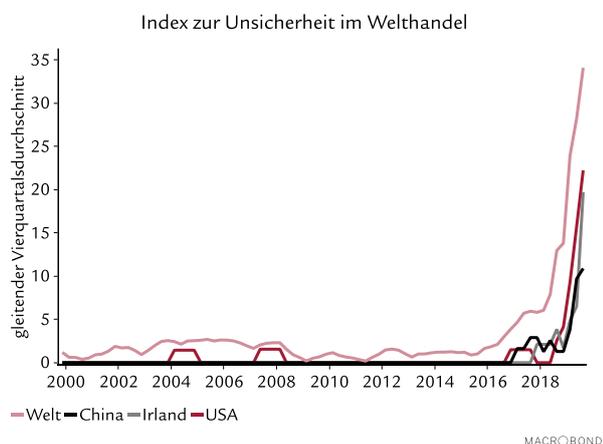
- Unternehmensstimmung bleibt getrübt
- Eurozone: Wenig Fiskalimpulse erwartet
- Erste Anzeichen steigender Arbeitslosigkeit in der Schweizer Industrie

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%	1.5% ↓	1.8%	1.8%	1.8%	2.1% ↓	2.1%
Eurozone	1.1%	1.1%	0.9% ↓	0.9% ↓	1.2% ↓	1.2% ↓	1.3% ↓	1.2% ↓
Deutschland	0.5%	0.5%	0.5% ↓	0.8% ↓	1.4%	1.4%	1.5% ↓	1.5%
Frankreich	1.3%	1.3%	1.0% ↓	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%	1.3%
Grossbritannien	1.3% ↑	1.2%	1.1%	1.0% ↓	2.0%	1.9% ↓	2.0%	2.1%
Schweiz	0.7%	0.8% ↓	1.2%	1.2% ↓	0.5%	0.5%	0.5% ↓	0.6% ↓
Japan	0.9%	1.0%	0.3%	0.2%	0.6%	0.6%	0.9% ↓	0.7% ↓
China	6.1%	6.2%	5.8% ↓	5.9%	2.6% ↑	2.5% ↑	2.6% ↑	2.5% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 14.10.2019

Grafik des Monats



Der Unsicherheitsindex des Welthandels ist 2019 so hoch wie noch nie. Es überrascht nicht, dass die USA eine der markantesten Zunahmen verzeichneten, dicht gefolgt von Irland, der kleinen offenen Volkswirtschaft im Zentrum der Brexit-Debatte. Wirtschaftspolitische Unsicherheiten können sich – sofern von Dauer – über Kanäle wie die Investitionen oder die Konsumausgaben auf die Realwirtschaft auswirken. Da wir nicht mit einer nachhaltigen Lösung im Handelskonflikt rechnen und die US-Präsidentenwahlen neue politische Risiken mit sich bringen, senkten wir unsere BIP-Prognosen für 2020 zu den USA und China.

USA

Wieso das Wachstum abflaut

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.3 %	2019: 2.3 %
2020: 1.5 %	2020: 1.8 %

Unlängst korrigierten wir die US-BIP-Wachstumsprognose für 2020 von 1.8% auf 1.5%, da sich das Quartalswachstum graduell abkühlen dürfte. Dies aus zwei Gründen: Erstens teilen wir den jüngsten Optimismus im Handelskonflikt USA-China nicht ganz. Die aktuell laufenden Gespräche für einen «Minideal» (siehe Abschnitt zu China) mindern zwar die Risiken einer Eskalation des Konflikts, aber wir sind weniger zuversichtlich, dass 2020 ein umfassendes Folgeabkommen geschlossen wird, das bestehende Zölle aufhebt. Hinzu kommt die Ungewissheit bezüglich der Präsidentschaftswahlen 2020. Daher ist es naheliegend, dass die Unternehmensstimmung trüb und somit die Investitionsausgaben tief bleiben werden. Zweitens dürfte das Wachstum des Privatkonsums vom aktuellen hohen Niveau abflauen, weil wir von einem langsameren Beschäftigungswachstum ausgehen. Dieser Prozess hat schon begonnen und die Beschäftigungskomponenten diverser Unternehmensumfragen signalisieren, dass die Abschwächung in den kommenden Monaten anhalten wird. Wir erwarten allerdings nicht, dass die Wirtschaft direkt in eine Rezession abgleitet, denn das Finanzumfeld bleibt dank den jüngsten Lockerungsmassnahmen des Fed günstig.

Inflation

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

Die US-Kerninflation hatte einen dreimonatigen Lauf, bevor die Septemberdaten wieder negativ überraschten. Dennoch dürfte die Kerninflation auf 2.4% verharren, weil die neuen Zölle im September langsam spürbar werden und das Lohnwachstum auf ordentlichem Niveau liegt. Weil die negativen Energiepreis-Basiseffekte verpuffen, dürfte die Gesamtinflation steigen und im Februar 2020 einen temporären Höhepunkt von ca. 2.3% erreichen.

Eurozone

Kein einheitliches Bild

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.1 %	2019: 1.1 %
2020: 0.9 %	2020: 0.9 %

Auch nach 20 Jahren gemeinsamer Geldpolitik unter der Ägide der EZB ist es schwierig bis unmöglich, ein einheitliches Narrativ für die Entwicklung des gesamten Währungsraums zu entwickeln. An Deutschland und Frankreich zeigt sich, dass die Entwicklungen in den einzelnen Ländern in Sachen Arbeitsmarktbedingungen oder Fiskalimpulse stark variieren können. Unser Basisszenario für die Weltwirtschaft bis 2022 trägt den Titel «Gebietsweise auftretende, milde Rezession». Diese etwas grobe Beschreibung bedeutet, dass nicht die ganze Eurozone in eine technische Rezession fallen wird. In einigen Ländern und Sektoren geht die Wirtschaftstätigkeit jedoch stark zurück. Rezessionskandidat Nr. 1 war für uns schon immer die deutsche Industrie. Derweil sind andere Länder nur beschränkt betroffen. Es kommt ganz auf ihre Exportabhängigkeit und ihren fiskalischen Spielraum an. In Österreich und Finnland verschlechterte sich die Stimmung, während die Dynamik in Frankreich, den Niederlanden und Griechenland besonders solide blieb. Im Oktober verbesserten sich die Unternehmens- und die Konsumentenstimmung in Belgien. An diesem Land lassen sich die Wirtschaftsbedingungen der Eurozone als Ganzes wohl am besten abschätzen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.2 %	2019: 1.2 %
2020: 1.3 %	2020: 1.2 %

Seit letztem Monat wurden die Inflationserwartungen erneut nach unten korrigiert, sowohl in unserer Analyse als auch beim Konsensus von mehr als 30 Expertenprognosen. Die Gesamtinflation wird in der Eurozone bis zum ersten Quartal 2020 vorübergehend steigen. Aber die zugrunde liegende Dynamik reicht nicht aus, um die Gesamtinflation mittelfristig in den Zielbereich der EZB von «knapp unter 2%» zu bringen. Unsere Prognose für die durchschnittliche Jahresinflation für 2020 und 2021 beträgt 1.3%.

Deutschland Temporärer Inflationsanstieg

BIP-Wachstum

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

Am 14. November publiziert das deutsche Statistikamt die vorläufigen BIP-Zahlen zum dritten Quartal. Diese werden mit Spannung erwartet, denn sie dürften zeigen, dass sich Deutschland in einer technischen Rezession befindet (definiert als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit rückläufigem BIP). Wir schätzen, dass das reale BIP in den drei Monaten bis September um weitere 0.2% geschrumpft ist. Dies belastet die Konsumentenstimmung, die auf den tiefsten Wert seit April 2017 fiel. Eingehende Umfragedaten zum letzten Quartal 2019 deuten darauf hin, dass die leichte Rezession mindestens bis Jahresende dauern könnte. Langsam steckt die Produktion auch andere inländische Sektoren wie Dienstleistungen im Bereich Gütertransport an. Deutsche Unternehmen fahren ihre Investitionen und Beschäftigungspläne herunter, was die Binnennachfrage 2020 belasten wird. Automatische Stabilisatoren wie Leistungen der Arbeitslosenversicherung dürften den Effekt auf die Konjunktur dämpfen, aber die Regierung ist nach wie vor nicht bereit, ihren riesigen fiskalischen Spielraum verstärkt zu nutzen. Es gibt aber auch positive Zeichen für das kommende Jahr; besonders Unternehmensumfragen haben sich etwas erholt. Beispiele sind der leichte Anstieg der neuen Exportaufträge im Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie sowie die verbesserten Unternehmenserwartungen in der Autoindustrie gemäss der IFO-Unternehmensumfrage.

Inflation

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

Der Oktober ist für eine Weile der letzte Monat mit einer Jahresinflation unter 1%. Ein Energiepreis-Basiseffekt aus 2018 führt dazu, dass die Gesamtinflation von 0.7% im Oktober bis März 2020 vorübergehend auf 2.3% steigen dürfte. Dies wird in den Medien für gewisse Furore sorgen, aber sollte ignoriert werden. Angesichts des unter dem Potenzial liegenden Wachstums in der Eurozone dürfte der Inflationsdruck mittelfristig relativ schwach bleiben.

Frankreich Rezession ist für die Anderen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.3 %	2019: 1.3 %
2020: 1.0 %	2020: 1.2 %

Europa im Herbst 2019: Während sich Deutschland wohl in einer Rezession befindet, freut sich Frankreich über eine Arbeitslosenquote so tief wie seit Januar 2008 nicht mehr. Hinkt Frankreich im Zyklus nur hinterher? Wird es die gleiche Konjunkturabschwächung erfahren wie die Schweiz und Deutschland oder ist seine Wirtschaft besser vor dem globalen Gegenwind geschützt als die exportorientierteren Nachbarn? Jüngste Umfragen wie der PMI der Produktion und der Dienstleistungen deuten in beiden Sektoren auf Expansion hin. Wie in Deutschland haben sich in Frankreich die neuen Exportaufträge verbessert, was der Auffassung widerspricht, dass Frankreich wie der deutsche Industriesektor zuvor unter einer geringeren globalen Nachfrage leiden wird. Anders als in Deutschland bleiben die Beschäftigungsabsichten der Unternehmen robust. Trotz steigenden Rezessionsrisiken anderswo verbesserte sich laut dem Statistikamt INSEE die Konsumentenstimmung 2019. Die Privathaushalte sind zuversichtlich, dass der Arbeitsmarkt und die finanziellen Aussichten grosse Anschaffungen ermöglichen. Anders als in Deutschland nutzt die Regierung ihren fiskalischen Spielraum, was die Konsumentenstimmung unterstützt. Im Haushaltsentwurf 2020 plant Frankreich Steuersenkungen für Haushalte in Höhe von rund 0.4% des BIP. Da die Binnennachfrage das Wachstum stützt, wird Frankreich 2020 wohl kaum in eine Rezession abgleiten.

Inflation

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

Wir halten an unserer Inflationsprognose fest. Die robuste Binnenkonjunktur gibt den Unternehmen mehr Preissetzungsmacht, was zu höheren Dienstleistungspreisen führen dürfte. 2020 dürfte ein angespannterer Arbeitsmarkt die Löhne anheben. Wie anderswo lassen temporäre Basiseffekte aus dem Ölpreistrückgang Ende 2018 die jährliche Gesamtinflation vorübergehend ansteigen. In Frankreich dürfte mit ca. 1.8% im Februar 2020 der Höhepunkt erreicht sein.

Grossbritannien No-Deal-Brexit vom Tisch

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.3%	2019: 1.2%
2020: 1.1%	2020: 1.0%

In den letzten Wochen nahm der Brexit eine spektakuläre Wendung. Grossbritannien und die EU einigten sich überraschend auf eine Lösung für Nordirland, die eine Mehrheit des Parlaments für annehmbar hält. Dadurch, dass nun ein akzeptabler Deal vorliegt, ist das Risiko eines «No Deal» drastisch gesunken. In der Folge wertete das Pfund markant auf. Bis das britische Gesetz verabschiedet und das Abkommen bis zum 31. Januar 2020 ratifiziert ist, kann allerdings noch viel passieren. Bei Redaktionsschluss schien es, dass ein solches Vorhaben mit der aktuellen Zusammensetzung des Parlaments nicht machbar ist und das Land auf Neuwahlen im Dezember zusteuert. Idealerweise würde die neue Regierung durch Neuwahlen ein stärkeres Mandat erhalten. Somit bleibt vieles ungewiss, aber das Schreckgespenst eines «No Deal» wird bei den Anlegern in nächster Zeit kaum mehr auftauchen. Dadurch richtet sich der Fokus wieder auf die Wirtschaft, die schwach unterwegs ist und sich 2020 kaum beschleunigen dürfte. Die Unternehmensstimmung bleibt gedämpft, weil die langfristigen Beziehungen zur EU nach wie vor unklar sind und die Exportwirtschaft unter der Aufwertung des Pfunds leidet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.0%	2019: 1.9%
2020: 2.0%	2020: 2.1%

Gesamt- und Kerninflation kamen im September auf 1.7% zu stehen, überraschend tief angesichts vergangener Pfund-Schwäche sowie des sehr starken Lohnwachstums von knapp 4% pro Jahr. Die jüngste Währungsaufwertung wird den kurzfristigen Inflationsdruck zwar etwas mindern, aber die Gesamt- und Kerninflation dürften im ersten Quartal 2020 wieder auf das Ziel der Bank of England von 2% steigen.

Schweiz Getarnte Stagnation

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.7%	2019: 0.8%
2020: 1.2%	2020: 1.2%

Man sollte sich von den scheinbar besseren BIP-Wachstumsprognosen für 2020 vs. 2019 nicht blenden lassen. Unsere Prognose für 2020 muss dreigeteilt werden: erstens in ein «geerbtes Wachstum» aus dem Jahr 2019 von ca. 0.35%, das 2020 auch stattfände, wenn in jedem Quartal Stagnation verzeichnet würde. Zweitens fließen die Lizenzgebühren, die das IOC und die UEFA für die Olympischen Spiele bzw. die Europameisterschaft einnehmen, in die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung der Schweiz. Dies hebt das BIP um weitere 0.25% an. Dadurch sinkt, drittens, das «zugrunde liegende» Jahreswachstum 2020 in unserer Prognose auf bloss 0.6%. Die Nettomigration, in der Vergangenheit ein wichtiger Wachstumstreiber, ist gegenüber dem Durchschnitt der Jahre 2013–2018 um 24% auf jährlich ca. 45 000 Personen gesunken. Seit April 2019 liegt der PMI der Industrie in der Schweiz unter 50 Punkten, was sich mit dem Abschwung deckt. Weil dieser Sektor nur rund 18% der Wirtschaft ausmacht, ist eine ausgemachte Rezession nicht unser Basisszenario für die Schweiz. Die Tendenz in diesem zyklischen Sektor ist aber so beunruhigend, dass wir mit einem graduellen Anstieg der Arbeitslosigkeit bis Ende 2020 rechnen.

Inflation

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

Die Inflationszahlen für September überraschten leicht negativ, weshalb die Prognose für 2020 nach unten korrigiert wurde. Der allgemein erwartete Mietkostenrückgang hat sich 2019 bisher nicht manifestiert, stellt aber weiterhin ein Abwärtsrisiko für die Inflationsprognose für 2020 dar. Unerwartet steigende Energiepreise sind hingegen das grösste Aufwärtsrisiko.

Japan

Der vergessene Handelsstreit

Obwohl sich der Handelskonflikt USA–China etwas entschärft hat, dürften Japans Exporte weiter schwächeln. Erstens wird sich die chinesische Wirtschaft 2020 abkühlen, unabhängig vom «Minideal», der zwischen den USA und China verhandelt wird. Somit dürfte die Nachfrage des wichtigsten Handelspartners Japans verhalten bleiben. Zweitens ist Japan in einen selbstverschuldeten, oft vergessenen Handelskonflikt mit Südkorea verstrickt. Es begann mit einem Streit um Entschädigungszahlungen für Zwangsarbeit im Zweiten Weltkrieg und führte zu grossen nichttarifären Handelshemmnissen. So stoppte Japan z. B. die Ausfuhr bestimmter High-Tech-Güter nach Korea. Der bilaterale Warenhandel ist 10% tiefer als 2018 und auch der Dienstleistungssektor ist nun betroffen. Der koreanische Tourismus in Japan ist seit Anfang Jahr um 60% eingebrochen. Da beide Länder die Auswirkungen zu spüren bekommen, wurden die Gespräche anlässlich der Thronerhebung des japanischen Kaisers wieder aufgenommen – bisher ohne Erfolg.

China

Wachstum fällt unter 6%

Die chinesische Wirtschaft flaute im dritten Quartal 2019 ab. Das Wachstum betrug vs. Vorjahr 6.0% und kam unter dem Wert des zweiten Quartals zu stehen (6.2%). Der Abschwung ist primär auf die Flaute bei den Investitionen und den Exporten zurückzuführen, welche die Handelszölle zu spüren bekamen. Der Abwärtsdruck auf der chinesischen Wirtschaft dürfte anhalten und deshalb senken wir unsere Prognose für 2020 von 6.0% auf 5.8%. Einerseits bleibt die Beziehung zwischen den USA und China weit über 2020 hinaus ungewiss. Jedes Abkommen, das zwischen den zwei Ländern im Rahmen der wiederaufgenommenen Gespräche erzielt wird, dürfte die strategischen Fragen nicht lösen. Andererseits werden die Stimulierungsmassnahmen Chinas wohl verhalten bleiben. Die Regierung dürfte den Fokus weiterhin auf langfristige Probleme wie die hohen Hauspreise und die grosse Schuldenlast legen. Zudem wird sie durch den hohen Inflationsdruck aufgrund stark steigender Preise für Schweinefleisch eingeschränkt.

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 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 Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.