

Dezember 2019

Kernaussagen

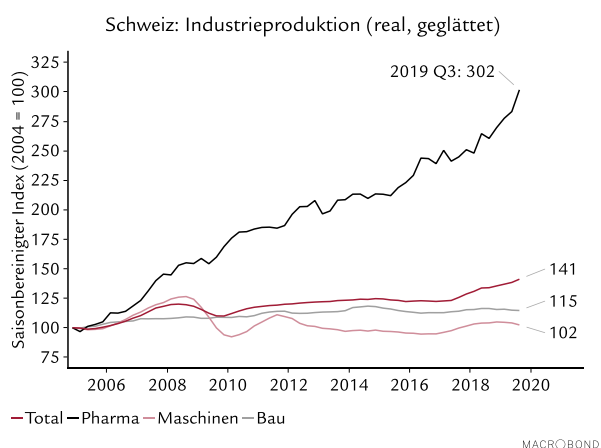
- In Deutschland deutet nur wenig auf eine anziehende Konjunktur hin
- Null-Inflation in der Schweiz, weil Mietkosten und Importpreise den Preisdruck in Schach halten
- China verstärkt Lockerungsmassnahmen

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%	2.0% ↓
Eurozone	1.2% ↑	1.1%	0.9%	1.0% ↑	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%
Deutschland	0.6% ↑	0.5%	0.6% ↑	0.8%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
Frankreich	1.3%	1.3%	1.0%	1.1% ↓	1.3%	1.2%	1.3%	1.3% ↓
Grossbritannien	1.3%	1.3% ↑	1.1%	1.1% ↑	1.8% ↓	1.9%	1.9%	1.9% ↓
Schweiz	0.7%	0.8%	1.2%	1.1% ↓	0.4% ↓	0.4% ↓	0.2% ↓	0.4% ↓
Japan	0.9%	1.0%	0.3%	0.2%	0.5% ↓	0.6%	0.5% ↓	0.7%
China	6.1%	6.1% ↓	5.8%	5.8% ↓	2.9% ↑	2.6% ↑	3.3% ↑	2.7% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11.11.2019

Grafik des Monats



Die Grafik des Monats zeigt eine kurze Geschichte des Schweizer Sekundärsektors. Gemäss dem Bundesamt für Statistik ist die Industrieproduktion seit dem letzten Quartal 2004 um 41% gewachsen. Diesem Durchschnittswert liegt eine tektonische Verschiebung in der Schweizer Wirtschaft zugrunde. Während sich die Herstellung von Pharmaprodukten in den letzten 15 Jahren mehr als verdreifacht hat, stagnierte der Maschinenbau aus realer Sicht. Die Produktion im Schweizer Bausektor stieg im gleichen Zeitraum um 15% – eine wenig beeindruckende Zahl angesichts des Bevölkerungswachstums um über eine Million seit 2004.

USA Wohnungsmarkt eilt zu Hilfe

BIP-Wachstum

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

Gemäss US-Konjunkturzahlen starteten die USA relativ schwach ins vierte Quartal. Die Industrieproduktions- und Arbeitsmarktzahlen für Oktober wurden jedoch durch den Streik bei General Motors – einer der grössten der letzten Jahre – verzerrt. Da der Streik nun vorüber ist, dürften die Aktivitätszahlen im restlichen Quartal wieder anziehen und ungefähr konsistent sein mit einem moderaten BIP-Wachstum von annualisiert 1.6%. Wir gehen insbesondere von positiven Häusermarktzahlen aus. Dieser Sektor hat stark von tieferen Zinsen profitiert. Der Zinssatz einer 30-jährigen Festhypothek, der üblichen Finanzierungsart für ein Haus in den USA, fiel von fast 5% Ende 2018 auf derzeit 3.7%. Die Baubewilligungen kletterten so hoch wie noch nie im aktuellen Zyklus, und die Transaktionen im Häusermarkt erholen sich allmählich von ihrer Flaute im Jahr 2018. Daher dürften die Wohnbauinvestitionen die anhaltend schwachen Unternehmensinvestitionen teilweise wettmachen. Trotz tieferen Zinsen weigern sich allerdings die Konsumenten, ihr Geld für grosse Anschaffungen auszugeben. Die Einkaufsbedingungen für grosse langlebige Haushaltsgüter liegen laut einer Konsumentenumfrage der Universität von Michigan weit unter den Höchstwerten von 2018, und die Autoverkäufe bleiben flau.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.8 %	2019: 1.8 %
2020: 2.1 %	2020: 2.0 %

Die Oktober-Inflationszahlen sorgten bei der Gesamtinflation aufgrund der steigenden Energiepreise für eine Aufwärtsbewegung, während die Kerninflation infolge der seit zwei Monaten sinkenden Güterpreise negativ überraschte. Letzteres ist erstaunlich, wurden doch im September neue Zölle erhoben (v. a. auf Konsumgütern). Dies hat noch keine grosse Wirkung gezeigt. Die Kerninflation dürfte sich in den kommenden Monaten auf dem derzeitigen Niveau von 2.3% stabilisieren, während die Gesamtinflation aufgrund von Basiseffekten ansteigen dürfte.

Eurozone Positive Überraschungen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.2 %	2019: 1.1 %
2020: 0.9 %	2020: 1.0 %

Gemäss Citigroup hat sich die Anzahl Wirtschaftszahlen, die gegenüber den Prognosen von Ökonomen negativ überraschten, seit Anfang Oktober verringert. Die Stimmung an den Finanzmärkten und in den Medien hellte sich infolge der unerwartet guten Drittquartals-BIP-Zahlen in Deutschland, Frankreich und Italien auf. Da diese Zahlen besser ausfielen, als wir für Deutschland und Italien prognostiziert hatten, mussten wir unseren Ausblick für das BIP-Wachstum 2019 nach oben korrigieren. Konjunkturdaten zum vierten Quartal deuten auf eine weitere Stabilisierung in den Fertigungsindustrien hin, weil sich gemäss Unternehmensumfragen die Auftragseingänge erholten. Die Tätigkeit im Dienstleistungssektor und die Arbeitsmarktzahlen hingegen verschlechterten sich weiter, was normal ist, denn die Arbeitsmarktzahlen hinken dem Konjunkturverlauf tendenziell hinterher. Die Binnenkonjunktur bleibt gedämpft, obwohl der Fiskalimpuls in der Eurozone nächstes Jahr grösser sein wird als 2019. Anders als 2010 oder 2017 dürfte die Nachfrage aus Schwellenländern den zaghaften Aufschwung in der Eurozone nicht zusätzlich befeuern. Die Rückkehr zu Wachstumsraten auf Potenzialniveau bis 2021 erfolgt deshalb nur langsam.

Inflation

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

Die Inflation in der Eurozone dürfte in den nächsten Monaten infolge der Basiseffekte aus dem Auf und Ab der Energiepreise im Jahr 2018 anziehen. Es handelt sich hier aber nur um einen vorübergehenden Aufwärtstrend. Mittelfristig bleibt die Gesamtinflation in unserem Basisszenario weit unter dem EZB-Ziel von «knapp unter 2%». Die durchschnittliche Inflationsrate wird gemäss unseren Prognosen im Jahr 2021 unverändert 1.3% betragen. Somit sind die aktuellen marktimplizierten Breakeven-Inflationsraten von ca. 1.2% für die nahe Zukunft angemessen.

Deutschland Rezession abgewendet

BIP-Wachstum

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

Deutsche Unternehmen passen ihre Investitions- und Beschäftigungspläne weiter an. Die Ausrüstungsinvestitionen fielen im dritten Quartal um 9.8%. Und dennoch wendete Deutschland mithilfe des starken Privat- und Staatskonsums eine technische Rezession ab – definiert als mindestens zwei aufeinanderfolgende Quartale mit negativem BIP-Quartalswachstum. Auch die Exporte trugen im dritten Quartal positiv zum Wachstum bei. Die Auslandsnachfrage dürfte also im Sommer die Talsohle erreicht haben. War die Angst vor einer Rezession in Deutschland übertrieben? Umfragen zum letzten Quartal 2019 zeichnen kein klares Bild: Die Produktionsaufträge nehmen zwar zu, aber die Stimmung im Dienstleistungssektor verschlechtert sich weiter. Einer vorläufigen Schätzung zufolge sank der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor im November auf 51.3 Punkte – den tiefsten Wert seit dem Ausrutscher auf 50.6 Punkte im Jahr 2016. Ein einfaches Modell zur Messung des BIP-Wachstums im laufenden Quartal, basierend auf dem PMI aller Sektoren und dem ifo-Geschäftsklima-Index, signalisiert, dass sich die Wachstumsdynamik im Privatsektor im letzten Quartal verschlechtert hat. Die deutsche Wirtschaft stagniert, statt sich zu erholen. Sofern die Dynamik in der Industrie nicht schneller anzieht, hängt Deutschland weiterhin davon ab, dass der Staatskonsum im letzten Quartal 2019 positive Wachstumswahlen liefert.

Inflation

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

Die Novemberinflation ist für genaue Prognosen zur deutschen Inflation 2020 besonders wichtig. In diesem Monat spielen saisonale Faktoren bei den Preisen für Pauschalreisen eine immer wichtigere Rolle. Gemäss Bloomberg variieren die Prognosen zur Jahresinflation zwischen 0.8% und 1.8%. Sollten wir mit unserer Prognose von 1.6% richtig liegen, würde die deutsche Gesamtinflation im ersten Quartal 2020 die 2%-Marke vorübergehend überschreiten.

Frankreich Alles blickt auf die Rentenreform

BIP-Wachstum

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

Wie stark die Gelbwestenbewegung zur Unsicherheit beitrug, zeigte sich im Einbruch der Unternehmensstimmung im letzten Quartal 2018. Präsident Macron reagierte mit finanzpolitischen Massnahmen auf die Proteste. Rückblickend war dieser Fiskalimpuls perfekt getimt, denn er schützte die Wirtschaft 2019 vor globalem Gegenwind. Allerdings beschränkt die schnelle Antwort der Regierung den fiskalischen Spielraum der nächsten Jahre. Der bei der EU-Kommission eingereichte Haushaltsplan für 2020 dürfte zu einem negativen Fiskalimpuls für das BIP-Wachstum führen. Die Dynamik im Privatsektor scheint aber robust genug, um das Wachstumstempo im Rahmen des langfristigen Potenzials von Frankreich zu halten. Seit Dezember 2018 haben sich die Stimmungsindikatoren stark verbessert. Die Konsumentenstimmung stieg von Dezember 2018 bis Oktober 2019 von 86 auf 104 Punkte. Anders als in Deutschland, der Schweiz oder Österreich verharrte in Frankreich der PMI im Jahr 2019, ausser in den Monaten März und Juli, im expansiven Bereich. Die Schaffung von Jobs in der Industrie hält an. Vor dem Hintergrund dieser soliden Fundamentaldaten steigt allerdings das Risiko einer neuen Protestwelle wieder. Diverse Gewerkschaften im Transportsektor wollen am 5. Dezember zu streiken beginnen, um Macron von seiner Rentenreform abzuhalten. Wir haben 2018 gesehen, wie schnell solche Proteste zu wirtschaftlicher Unsicherheit führen können.

Inflation

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

Die Inflation überraschte im September und Oktober leicht negativ, weshalb die Jahresinflation zu Beginn des letzten Quartals 2019 auf 0.9% fiel. Für die kommenden Monate erwarten wir einen deutlichen Inflationsanstieg. Energiepreis-Basiseffekte aus 2018 spielen eine grosse Rolle und führen dazu, dass die jährliche Gesamtinflation bis zum ersten Quartal 2020 auf rund 1.6% steigen wird.

Grossbritannien Eine neue Hürde steht an

BIP-Wachstum

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

Bei den Wahlen vom 12. Dezember haben die Konservativen gemäss Umfragen gegenüber der Labour-Partei die Nase vorn. Auch wenn es beim britischen Wahlsystem schwierig ist, von Stimmanteilen auf Sitzgewinnen zu schliessen, gehen wir aufgrund des grossen Vorsprungs von einer konservativen Mehrheitsregierung aus. Die Wettmärkte pflichten bei: Die Wahrscheinlichkeit einer konservativen Mehrheit liegt derzeit bei rund 70%. Interessanterweise blieb das Pfund von dieser Entwicklung unbeeindruckt. Für uns ist dies wenig überraschend, da die politischen Unsicherheiten hoch bleiben. Im aktuellen EU-Austrittsabkommen endet die Übergangsfrist bereits Ende 2020, was für die Aushandlung eines Handelsdeals nicht reichen dürfte. Boris Johnson lehnt jedoch eine Verlängerung der Frist ab. Da ein Verlängerungsantrag vor dem 30. Juni eingereicht werden muss, sollten sich die Märkte auf ein volatiles politisches Umfeld im ersten Halbjahr 2020 einstellen. Ein abruptes Ende der Handelsbeziehungen zwischen Grossbritannien und der EU Ende 2020 ist weiterhin nicht ausgeschlossen. So oder so: Die Unsicherheit dürfte trotz den versprochenen Fiskalimpulsen die Investitionspläne für 2020 belasten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.8%	2019: 1.9%
2020: 1.9%	2020: 1.9%

Die Inflation ging im Oktober von 1.7% auf 1.5% zurück, stärker als erwartet. Dies infolge der Energiepreisdeckelung durch die Regulierungsbehörde Ofgem. Die Kerninflation blieb unverändert bei 1.7%. Obwohl die Inflation in den nächsten Monaten wieder anziehen dürfte, mussten wir aufgrund der negativen Überraschung im Oktober die Prognosen für 2019 und 2020 senken (1.8% bzw. 1.9%).

Schweiz Null Inflation

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.7%	2019: 0.8%
2020: 1.2%	2020: 1.1%

Die vorläufigen Zahlen zum BIP-Wachstum im dritten Quartal wurden am 28. November publiziert, also kurz nach Redaktionsschluss. Gemäss einer Bloomberg-Umfrage bei 16 Ökonomen lag die Konsensusprognose bei 0.2% realem BIP-Wachstum gegenüber dem Vorquartal, was sich mit unseren eigenen Prognosen deckt. Das Wachstum hat sich im Vergleich zum ersten Halbjahr abgeschwächt, weil der Abschwung in der Maschinenbau- und der Elektrotechnikindustrie andauert. Zwei Branchenverbände, Swissmem und Swissmechanic, melden in ihren neuesten Quartalsberichten Schwierigkeiten: Laut Swissmem brachen die Neuaufträge aus dem Ausland im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 18.9% ein. Eine Umfrage von Swissmechanic zeigt, dass 62% der befragten Firmen für das letzte Quartal 2019 verglichen mit dem Vorquartal weniger Aufträge erwarten. Die Binnennachfrage im privaten und im öffentlichen Sektor dürfte der Wirtschaft weiterhin Rückhalt geben. Derweil wirkte sich die Bautätigkeit im dritten Quartal gemäss einem Bericht des Bundesamts für Statistik zur Industrietätigkeit negativ auf das BIP-Wachstum aus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.4%	2019: 0.4%
2020: 0.2%	2020: 0.4%

Der Oktober war der zweite Monat in Folge, in dem die Inflation deutlich nach unten überraschte und zum ersten Mal seit 2016 negativ notierte (-0.3%). Offenbar führte die Frankenaufwertung dazu, dass tiefere Einfuhrpreise stärker an Endkunden weitergegeben wurden. Ausgehend von stabilen Energiepreisen und Mietkosten gehen wir davon aus, dass die Inflation bis August 2020 um die null Prozent schwanken wird.

Japan Weniger Preissetzungsmacht

Im Oktober erhöhte Japan die Konsumsteuer von 8% auf 10%. Verglichen mit 2014 (von 5% auf 8%) sind die wirtschaftlichen Folgen heute weniger schwer. 2014 verlagerten die Konsumenten ihre Einkäufe weitgehend vor. Der reale Privatkonsum stieg in den zwei Quartalen vor der Anhebung um 1.9% und sank im Folgemonat um 4.8%. Die Verbraucherpreise stiegen um ca. 1.6%, die höheren Steuern wurden also 2014 auf die Preise abgewälzt. 2019 veränderten sich die Verbraucherpreise allerdings kaum. Die Gesamtinflation blieb im Oktober unverändert, die Kerninflation stieg nur wenig. Die vorverlagerten Einkäufe blieben verhalten: Der Privatkonsum wuchs in den zwei Quartalen vor der Anhebung um 1.0%. Zugegeben, die Anhebung von 2019 war weniger stark und diverse Güter waren nicht betroffen. Dennoch überraschte die Oktober-Inflation negativ, was auf mangelnde Preissetzungsmacht von Firmen hindeutet. Die Kaufkraft der Konsumenten hingegen bleibt intakt, was ein Aufwärtsrisiko für unsere BIP-Prognose für 2020 birgt.

China Ausgewogene Lockerung

Chinas Konjunktur kühlte sich im Oktober durchs Band weg ab: Anlageinvestitionen, Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion flauten weiter ab. Hinzu kam das schwächelnde Kreditwachstum. Die Regierung befürchtet zunehmend einen markanten Rückgang des Wirtschaftswachstums und verstärkte deshalb ihre Lockerungsmassnahmen. Zunächst wurde die Kapitalanforderungsquote für Infrastrukturprojekte gesenkt. Dann senkte die chinesische Zentralbank ihren Referenzzinssatz für Darlehen, um die Finanzierungskosten für die Realwirtschaft zu verringern. Die Senkung betrug jedoch nur 5 Basispunkte. Dies zeigt, in welchem Dilemma sich China zwischen Wachstumsabschwächung und stark steigender Inflation befindet. Letztere dürfte den Spielraum für eine aggressivere geldpolitische Lockerung einschränken. Die Inflation kletterte im Oktober auf 3.8%, weil sich die Preise für Schweinefleisch verdoppelten. Grund dafür ist die Afrikanische Schweinepest, der mehr als ein Drittel des Schweinebestands zum Opfer fiel.

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.