

Januar 2020

Kernaussagen

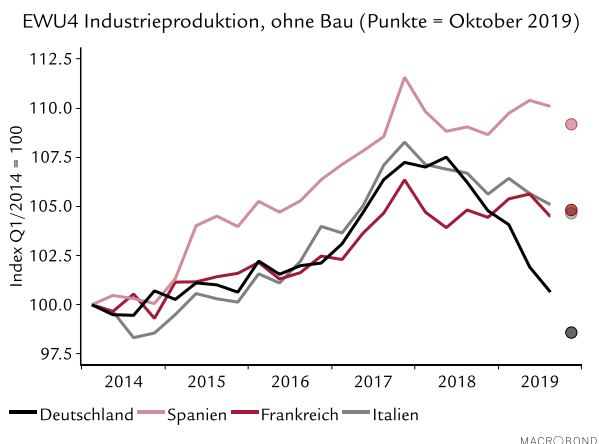
- Rekordverdächtigere Aufschwung in den USA hält bis 2020 an
- Lediglich vorübergehender Anstieg der Gesamtinflation in der Eurozone
- Zyklisches Tief der Schweizer Arbeitslosenquote liegt hinter uns

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	1.7% ↑	1.8%	1.8%	n.a.	2.1%	2.0%	2.1%	n.a.
Eurozone	0.9%	1.0%	1.1%	n.a.	1.2% ↓	1.2%	1.3%	n.a.
Deutschland	0.6%	0.8% ↑	1.1%	n.a.	1.3% ↓	1.5% ↓	1.4%	n.a.
Frankreich	1.0%	1.1% ↑	1.1%	n.a.	1.3%	1.3% ↓	1.4%	n.a.
Grossbritannien	1.2% ↑	1.1%	1.3%	n.a.	1.9%	1.9% ↓	1.9%	n.a.
Schweiz	1.3% ↑	1.1% ↑	1.2%	n.a.	0.0% ↓	0.4% ↓	0.6%	n.a.
Japan	0.3%	0.2% ↑	0.6%	n.a.	0.5%	0.7% ↓	0.3%	n.a.
China	5.8%	5.8%	5.6%	n.a.	3.5% ↑	2.7% ↑	2.0%	n.a.

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. Dezember 2019

Grafik des Monats



Anstatt gegen die Rentenreform zu demonstrieren, könnten sich die Franzosen über ihre robuste Wirtschaft freuen: In drei der vier grössten Ländern der Eurozone ging die Industrieproduktion (ohne Baubranche) im Oktober zurück. Die grosse Ausnahme: Frankreich. Die deutsche Industrieproduktion nahm am stärksten ab (-1.5%) und sank unter die Quartalswerte von 2014. Diese schwachen Daten zeigen, dass die deutsche Industrie Anfang des vierten Quartals 2019 weiter schrumpfte. Weiche Indikatoren deuteten jedoch jüngst auf eine Stabilisierung auf tiefem Niveau hin. Insgesamt bleiben wir bei den Wachstumsaussichten 2020 für Deutschland vorsichtiger als bei jenen für Frankreich.

USA Robuste Binnenwirtschaft

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.7%	2020: 1.8%
2021: 1.8%	2021: n.a.

2019 erschütterte der Handelsstreit die Märkte, führte zu noch nie da gewesener Unsicherheit und war teilweise der Grund für die drei Zinssenkungen des Fed. Wenn sich Wirtschaftshistoriker einmal die BIP-Wachstumswahlen von 2019 anschauen, werden sie sich fragen, wieso so grosse Aufregung herrschte. Während der «Pessimismus-Phase» im zweiten und im dritten Quartal wuchs die US-Wirtschaft solide um 2% und Daten zum vierten Quartal 2019 deuten auf eine nach wie vor robuste Binnennachfrage hin. Die Konsumentenstimmung hellte sich auf und die Zahl der Beschäftigten ausserhalb der Landwirtschaft (Nonfarm Payrolls) stieg im November schneller, als die durch Bloomberg befragten 69 Ökonomen erwartet hatten. Kleinunternehmen wurden optimistischer und stellten mehr Einstellungen und Lohnerhöhungen in Aussicht. Die einzige grosse Enttäuschung bleibt die ISM-Einkaufsmanager Umfrage, die seit vier Monaten im Kontraktionsbereich verharrt. In der Umfrage nannten die Firmen erneut grosse Risiken im Welthandel. Dies deckt sich mit unserer Ansicht, dass die politische Unsicherheit die Unternehmensstimmung trotz eines positiveren Tonfalls zwischen den USA und China weiterhin trüben wird. Da die US-Wirtschaft mit mehr Elan ins 2020 starten dürfte als erwartet, hoben wir dennoch unsere Gesamtjahresprognose auf 1.7% an. Damit bleibt unsere Erwartung aber weiterhin leicht unterhalb der Konsensusmeinung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 2.1%	2020: 2.0%
2021: 2.1%	2021: n.a.

Die US-Gesamtinflation überraschte aufgrund unerwartet stark steigender Energiepreise im zweiten Monat in Folge positiv. Sie kletterte im November auf 2.1% und holte weiter zur Kerninflation auf, die wie erwartet bei 2.3% verharrte. Infolge verblässerender Energiepreis-Basiseffekte dürfte die Gesamtinflation steigen und im Januar und Februar 2020 einen Höhepunkt erreichen, um dann im Verlauf des Jahres auf 2.1% zurückzugehen.

Eurozone Wenig Hilfe aus dem Ausland

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.9%	2020: 1.0%
2021: 1.1%	2021: n.a.

Die Inlandsnachfrage und tiefe Zinsen werden die Konjunktur in Europas Bau- und Dienstleistungssektoren weiterhin stützen. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die vierteljährliche BIP-Dynamik langsam anziehen wird. Wir erwarten für 2020 und 2021 ein BIP-Wachstum von durchschnittlich 0.25% bzw. 0.3% pro Quartal. Länder und Sektoren, die am stärksten auf Exporte ausserhalb der Eurozone angewiesen sind, werden eine Zeit lang brauchen, um sich von den aktuellen Rezessionstendenzen zu erholen. Die deutsche Autoindustrie und ihre in- und ausländischen Lieferanten stehen unter Druck, ihre Kapazitäten anzupassen. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) sind in Deutschland und Österreich besonders schwach. Anders als in den drei letzten Erholungsphasen der vergangenen zehn Jahre dürfte der Impuls der Nachfrage aus den Schwellenländern 2020 ausbleiben, weil die Unsicherheit im Welthandel die «Animal Spirits» der Unternehmen weltweit trübt. Ein Fiskalimpuls, der die Binnenkonjunktur 2020 ankurbelt, ist also herzlich willkommen. Gemäss IWF-Prognosen für 2020 wird die Veränderung im konjunkturbereinigten Primärsaldo als Prozentsatz des potenziellen Outputs in Griechenland, den Niederlanden, Belgien und Deutschland am stärksten ausfallen. Nachdem Frankreich und Irland 2019 stark von einem finanzpolitischen Impuls profitiert haben, werden sie 2020 ohne positiven Fiskalimpuls auskommen müssen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.2%	2020: 1.2%
2021: 1.3%	2021: n.a.

Die Wachstumsdynamik über die kommenden zwei Jahre wird nicht ausreichen, um den zugrunde liegenden Inflationsdruck zu erhöhen. Folglich bleibt das EZB-Inflationsziel von «nahe bei, aber unter 2%» ausser Reichweite, auch wenn wir den Prognosehorizont bis Ende 2021 erweitern. Gemäss unseren Prognosen wird die Kerninflation in der Eurozone 2021 trotz der akkommodierenden Geldpolitik der EZB nur sehr langsam auf rund 1.4% steigen.

Deutschland Aufatmen scheint verfrüht

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.6%	2020: 0.9 %
2021: 1.1%	2021: n.a.

Mit einem BIP-Wachstum im dritten Quartal von 0.08% konnte Deutschland eine technische Rezession knapp abwenden. Wir finden aber, dass das allgemeine Aufatmen nach der Publikation der Zahlen verfrüht ist. Weil nennenswerte geld- oder finanzpolitische Impulse für die Binnenwirtschaft auf kurze Sicht fehlen, hängt Deutschland bei der Belebung der Dynamik in der Industrie weiterhin von der Auslandsnachfrage ab. Anders als in den letzten drei Aufschwungphasen 2009, 2013 und 2016 dürften die Schwellenländer diesmal als Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft ausfallen. Somit wird der laufende Anpassungsprozess in der deutschen Autoindustrie das Wachstum in den kommenden Quartalen weiterhin belasten. Eingehende Daten für das letzte Quartal 2019 zeigen, dass die Aktivität nicht angezogen hat und der Industrieoutput unter die Werte von 2014 gefallen ist. Die Aufträge sanken im Oktober im Monatsvergleich um 0.4%. Gegenüber Oktober 2018 sanken die Aufträge im deutschen Produktionssektor um 5.5%. Auf den ersten Blick deuten Indikatoren wie die ifo-Geschäftsklimaumfrage oder die Einkaufsmanagerumfrage für die Produktion auf sich stabilisierende Bedingungen hin. Bei genauerer Betrachtung der ifo-Umfrage vom November zeigt sich aber, dass per Saldo eine wachsende Zahl von Firmen im verarbeitenden Gewerbe in den nächsten drei Monaten Personal abbauen will.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.3%	2020: 1.4 %
2021: 1.4%	2021: n.a.

Im November lag die Inflation bei 1.2%, klar unter unserer Erwartung von 1.6%. Wir senkten deshalb unsere Prognose für 2020 auf 1.3%. Die Abkühlung des Arbeitsmarkts dürfte die Preissetzungsmacht in der Binnenwirtschaft dämpfen, was die Aufwärtsrisiken auf mittlere Sicht beschränkt. Die Energiepreis-Basiseffekte aus dem Jahr 2018 werden die Gesamtinflation im ersten Quartal 2020 nur vorübergehend antreiben.

Frankreich Streiks trüben die Stimmung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.0%	2020: 1.2 %
2021: 1.1%	2021: n. a.

2019 litt Frankreich weniger unter dem globalen Gegenwind als Deutschland. Die Binnenkonjunktur erholte sich im ersten Halbjahr vom schwachen letzten Quartal 2018, in dem die Gelbwestenbewegung die Konsumenten- und die Unternehmensstimmung trübte. Anders als in Deutschland wurde die Wirtschaft stark durch proaktive Fiskalpolitik unterstützt. Durch die Maastricht-Kriterien auferlegte Budgetzwänge beschränken aber das Potenzial für einen zusätzlichen Fiskalimpuls im Jahr 2020. Laut IWF-Prognosen wird sich der Impuls in Frankreich nächstes Jahr gar negativ auswirken. Es spricht mehr für eine Abkühlung der Wirtschaftsdynamik in den kommenden Quartalen. Arbeitsmarktdaten signalisieren, dass der Rückgang der Arbeitslosigkeit ein Ende nimmt. Gemäss dem Statistikamt INSEE stieg die Arbeitslosigkeit im kontinentalen Frankreich im dritten Quartal nach einem zyklischen Tief von 8.2% auf 8.3%. Eine Unternehmensumfrage der Banque de France ergab, dass die Bereitschaft der Firmen, Menschen einzustellen, so tief ist wie seit Mai 2015 nicht mehr. Aber Achtung: Die Firmen wurden zu ihrer Einstellungstätigkeit für den kommenden Monat befragt. Angesichts möglicher Streiks und Demonstrationen gegen die Rentenform dürften diese Umfrage und weitere künftige Wirtschaftsdaten verzerrt sein, genau wie die Indikatoren für das Wirtschaftsklima im letzten Quartal 2018.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.3%	2020: 1.2 %
2021: 1.4%	2021: n.a.

Die Inflation betrug im November 1.2% und dürfte 2019 durchschnittlich bei 1.3% zu stehen kommen. Die Dienstleistungspreise sanken in den letzten drei Monaten, was auf sehr wenig Preissetzungsmacht für Inlandsanbieter hindeutet. Die durchschnittliche Jahresinflation dürfte 2020 bei 1.3% und 2021 bei 1.4% liegen. Aus Frankreichs Sicht ist eine akkommodierende Geldpolitik der EZB also weiterhin gerechtfertigt.

Grossbritannien Ein verlorenes Jahr

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.2%	2020: 1.1%
2021: 1.3%	2021: n.a.

Bei Redaktionsschluss gingen die Briten an die Urne und ein «verlorenes Jahr» ging zu Ende. Monatsdaten zum BIP zeigten, dass die britische Wirtschaft aufgrund der schwachen Produktions-, Bau- und Finanzdienstleistungssektoren von Januar bis Oktober 2019 stagnierte. Andere Dienstleistungssektoren trugen dagegen positiv zum BIP bei. Zugegeben, Grossbritannien hatte auch unter dem Handelsstreit USA–China zu leiden, aber die meisten Probleme waren hausgemacht. Gemäss der Bank of England trieb die Brexit-Unsicherheit die Investitionspläne auf den tiefsten Stand seit der Finanzkrise. Normalerweise wäre dies verheerend für eine Regierung, die eine Wiederwahl anstrebt, aber die Zeiten haben sich geändert. Erstens ist die Lage für Haushalte viel besser, als es die BIP-Zahlen glauben lassen. Der Arbeitsmarkt blieb angespannt, weil die Firmen Personal einstellen, statt zu investieren. Die Reallöhne legten im Vergleich zum Vorjahr stark um 2% zu. Zweitens haben die Tories ebenso wie die Labour-Partei grosse fiskalpolitische Pläne. Dies ist der Hauptgrund, wieso wir die Prognose für 2020 anheben. Drittens hoffen konservative Wähler wohl, dass der Brexit Ende Januar die «Animal Spirits» der Unternehmen wieder beleben wird. Bei allem Optimismus werden die Verhandlungen mit der EU 2020 bereits wieder für Unsicherheit sorgen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.9%	2020: 1.8%
2021: 1.9%	2021: n.a.

Die Bank of England ist eine der wenigen Zentralbanken in den Industriestaaten, die ihr Inflationsziel für 2019 erreicht haben. Sowohl Gesamt- als auch Kerninflation dürften 2020 und 2021 nahe am angestrebten Zielbereich bleiben. Die Unterstützung durch das Pfund nimmt durch seine starke Aufwertung in den letzten Monaten ab. Demgegenüber erhält das weiterhin hohe Lohnwachstum den Inflationsdruck im Inland aufrecht.

Schweiz Weiterhin im Tief

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.3%	2020: 1.2%
2021: 1.2%	2021: n.a.

Die vorläufigen Zahlen für das BIP-Wachstum im dritten Quartal überraschten positiv: Statt um die erwarteten 0.2% wuchs das reale BIP um 0.4%, so stark wie seit fünf Quartalen nicht mehr. Während der zugrunde liegende Trend der Wirtschaftsdynamik im dritten Quartal stabil blieb, trugen zwei Sektoren erheblich zum Wachstum bei. Der Energiesektor verzeichnete ein Rekordwachstum und seine Exporte stiegen infolge günstiger Wetterbedingungen an. Anders als in den zyklischeren Maschinenindustrien zogen die Produktion und die Exporte von Pharmaunternehmen erneut markant an. In realen Grössen hat sich die Produktion der Pharmaindustrie seit 2004 mehr als verdreifacht, während der Output im Maschinensektor in den letzten 15 Jahren nur um 2% gewachsen ist. Der neue Konjunkturstimungsindikator des SECO erlaubt eine zeitnahe Messung der Wirtschaftsdynamik im aktuellen Quartal. Gemäss diesem Indikator steckt die Schweiz im letzten Quartal 2019 weiterhin in einem Tief. Die Prognose für 2020 darf daher auf keinen Fall falsch interpretiert werden: Das BIP der Schweiz wird durch grosse globale Sportereignisse Auftrieb erhalten, weil die Lizenzgebühren der UEFA und des IOC in die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung der Schweiz fliessen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.0%	2020: 0.3%
2021: 0.6%	2021: n.a.

Da Produzenten- und Importpreise über das Jahr bis November um 2.5% einbrachen und die Energiepreise seitwärts tendierten, bleibt der Aufwärtsdruck auf den Verbraucherpreisen verhalten. Gemäss der bedingten Inflationsprognose der SNB wird die Inflation bis zum dritten Quartal 2022 auch bei unveränderter Geldpolitik nur auf 1.2% steigen. Fehlende Inflation wird in den kommenden Quartalen also ein wesentliches Merkmal der Schweizer Wirtschaft bleiben.

Japan Ein überbewertetes Fiskalpaket

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.3%	2020: 0.3%
2021: 0.6%	2021: n.a.

Die BIP-Zahlen Japans werden jeweils oft stark korrigiert. Im dritten Quartal 2019 war es nicht anders. Anstelle von nur 0.1% wuchs die japanische Wirtschaft in den drei Monaten vor der Konsumsteueranhebung im Oktober um 0.4%. Dies muss nicht zwingend positiv sein, denn es könnte auch heissen, dass vorgezogene Einkäufe zur Vermeidung der höheren Steuer stärker ausfielen als angenommen, wodurch der Rückgang im vierten Quartal noch markanter sein wird. Zumindest die Regierung scheint beunruhigt zu sein. Am 5. Dezember verabschiedete sie ein Fiskalpaket von JPY 26 Bio., oder rund 4.6% des Bruttoinlandsprodukts, um den Effekt der Steueranhebung abzufedern. Der Umfang des Pakets ist allerdings stark übertrieben, denn die Zahl rechnet Privatinvestitionen mit ein, die durch die Massnahmen ausgelöst werden sollen. Die reinen Staatsausgaben betragen rund JPY 9.4 Bio. für Infrastrukturprojekte und sind langfristig ausgelegt. Die Auswirkungen auf die künftigen Wachstumswahlen sind deshalb nur schwierig abzuschätzen. Angesichts der sehr tiefen Fiskalmultiplikatoren, eher enttäuschender früherer Fiskalpakete und der Tatsache, dass wir bereits einige Massnahmen berücksichtigt hatten, passten wir aufgrund dieser Neuigkeiten unsere über dem Konsensus liegende Prognose für 2020 nicht an.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.5%	2020: 0.6%
2021: 0.3%	2021: n.a.

Wie in der letzten Ausgabe erwähnt, wirkte sich die Konsumsteueranhebung überraschend wenig auf die Verbraucherpreise aus. Die Preise veränderten sich im Oktober kaum und vorläufige Novemberzahlen für Tokio signalisieren, dass nur sehr wenig auf die Verbraucherpreise überwälzt wurde. Die Jahreststeuerung in Tokio verdoppelte sich im November zwar überraschend auf 0.8%, aber dies aufgrund der Nahrungsmittelpreise, die von der Steueranhebung weitgehend befreit waren. Die Kerninflation blieb im Jahresvergleich unverändert bei 0.7%.

China Mehr Inflation

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 5.8%	2020: 5.8%
2021: 5.6%	2021: n.a.

Chinas privatwirtschaftlich ermittelter Industrie-Einkaufsmanagerindex verbesserte sich im November deutlich auf 53.2. Auch der offizielle Wert des Statistikbüros kletterte über die Wachstumsschwelle von 50-Punkten. Aber harte Daten zeigen, dass der Sektor nach wie vor unter grossem Abwärtsdruck steht. Die Industriegewinne flauten infolge tieferer Erzeugerpreise stark ab. Dies ist ein negatives Signal für die Investitions- und Einstellungsbereitschaft von Firmen. Zudem sanken die Exporte im Vergleich zu 2018 um 1.1%. Nach Region betrachtet, zeigt sich, dass die Exportflaute grösstenteils auf die um 23% geringeren Exporte in die USA zurückzuführen ist. Dies bedeutet, dass die Zölle auf insgesamt USD 360 Mrd. an chinesischen Gütern für Gegenwind sorgen. Für China wird ein Abkommen mit den USA, das den Handelsstreit beilegt, somit immer wichtiger. Dieser hat zu einem Rückgang im Handel und bei den Investitionen geführt. Dennoch heisst dies nicht, dass die Verhandlungen einfacher werden, denn aufgrund der anhaltenden Exportflaute wird die Abschaffung bestehender Zölle eine der Hauptforderungen sein. Trotz dem Abwärtsdruck auf der chinesischen Wirtschaft dürfte sich Peking angesichts der enormen Schuldenlast bei der Stimulierung der Binnennachfrage zurückhalten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 3.5%	2020: 2.7%
2021: 2.0%	2021: n.a.

Die Inflation kletterte im November stark auf 4.5%, den höchsten Wert seit Januar 2012, weil Schweinefleisch doppelt so teuer wurde als vor Jahresfrist. Schweinefleisch macht 2.4% des Warenkorb für den Konsumentenpreisindex aus und die Preise dürften weiter steigen, weil mehr als ein Drittel des Tierbestands der Afrikanischen Schweinepest zum Opfer fiel. Die Inflation dürfte also in den kommenden Monaten weiter anziehen. Die Erzeugerpreise hingegen, ein Indikator für die Unternehmensprofitabilität, sanken um 1.4%, was auf schwache Nachfrage hindeutet.

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 Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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



Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department, Swiss Life Asset Managers, 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., 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.