

Juni 2019

Kernaussagen

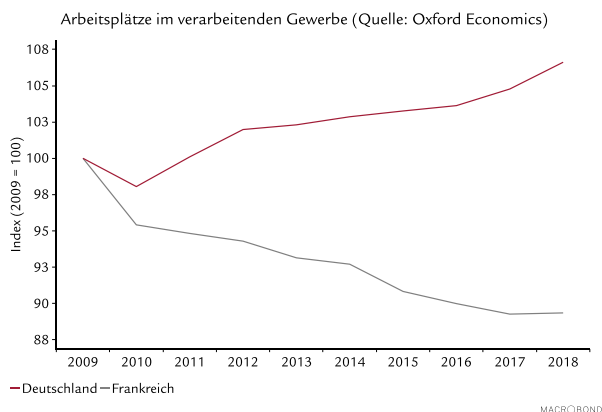
- Nach robustem Wachstum im ersten Quartal hat der Handelskrieg die Weltwirtschaft weiter fest im Griff
- Deutschland: Der kurzfristige Pessimismus scheint übertrieben, doch die Sorge um den mittelfristigen Ausblick ist gerechtfertigt
- Das Schweizer BIP-Wachstum im ersten Quartal ist aus unserer Sicht nicht nachhaltig

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	2.4% ↑	2.6% ↑	1.8%	1.9% ↓	1.9%	1.9% ↑	2.2%	2.1% ↓
Eurozone	1.2% ↑	1.1%	1.2%	1.3% ↑	1.4%	1.4% ↑	1.6%	1.4%
Deutschland	1.1%	0.8%	1.3% ↑	1.5%	1.5% ↑	1.5% ↑	1.7% ↑	1.6%
Frankreich	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2% ↑	1.2%	1.6% ↑	1.5% ↑
Grossbritannien	1.4% ↑	1.4% ↑	1.3% ↑	1.4% ↓	1.9%	2.0%	2.0%	2.0% ↓
Schweiz	1.3% ↑	1.2%	1.4% ↓	1.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%
Japan	0.6%	0.6%	0.4%	0.4% ↓	0.7%	0.6%	1.1%	0.9% ↓
China	6.1% ↓	6.3% ↑	6.0%	6.1%	2.3% ↑	2.3% ↑	2.2%	2.2% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 13.05.2019

Grafik des Monats



Diese Ausgabe enthält neben der Einschätzung zur Eurozone erstmals auch Berichte zu Deutschland und Frankreich. Unsere Grafik des Monats zeigt, dass sich die Arbeitsmärkte beider Länder in den letzten zehn Jahren, seit der Finanzkrise, ganz unterschiedlich entwickelt haben. Die Zahl der Arbeitsplätze im verarbeitenden Gewerbe nahm seit 2009 in Deutschland um 7% zu, in Frankreich dagegen um 11% ab. Gründe sind die frühen Arbeitsmarktreformen in Deutschland, die Impulse einer schwachen Währung für deutsche Exporteure und die Schwierigkeiten der EZB, eine für alle Euroländer geeignete Geldpolitik umzusetzen.

USA

Im Griff des Handelskriegs

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.4 %	2019: 2,6 %
2020: 1.8 %	2020: 1,9 %

Das starke BIP-Wachstum im ersten Quartal hat uns und die meisten Kollegen veranlasst, die Prognose für 2019 nach oben zu korrigieren. Vielleicht begann das Jahr für die Wirtschaft und die Aktienmärkte der USA sogar «zu gut», denn die günstige Lage könnte Präsident Trump bewogen haben, die Gangart im Handelskonflikt mit China zu verschärfen. Nach der jüngsten Eskalation dürfte eine kurzfristige Lösung schwer zu finden sein. Vielmehr ist nun mit einer weiteren Eskalation zu rechnen. Die wirtschaftlichen Folgen sind sehr schwer abzuschätzen. Von der Erhöhung der Zölle auf Importe im Wert von USD 200 Mrd. von 10% auf 25% dürften nur begrenzte direkte Auswirkungen für die US-Wirtschaft ausgehen. Die zusätzlichen Kosten für US-Importeure und -Konsumenten liegen bei 0,15% des BIP – eine Maximalschätzung, denn die Abwertung der chinesischen Währung und die Preiszugeständnisse chinesischer Hersteller verringern die Belastung. Viel problematischer ist, dass Huawei auf die schwarze Liste gesetzt wurde und dafür Vergeltungsmassnahmen drohen. Solche nichttarifären Handelshemmnisse erhöhen die Unsicherheit, weil sie die Lieferketten gefährden. Die Erholung verschiedener Stimmungsindikatoren im Mai dürfte sich daher als kurzlebig erweisen. Zudem könnte ein Abbau der im ersten Quartal stark erhöhten Lagerbestände das Wachstum in den Folgequartalen belasten. Daher halten wir die leicht unter dem Potenzial liegende BIP-Prognose von 2.4% für angemessen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.9 %	2019: 1.9 %
2020: 2.2 %	2020: 2.1 %

Wir rechnen in den nächsten Monaten mit einer Gesamtinflation von knapp unter 2%. Die Energiepreis-Basiseffekte werden kurzfristig neutral bis negativ sein, der steigenden Dienstleistungskerninflation wird eine Schwäche der Warenkerninflation gegenüberstehen. Dies dürfte sich als vorübergehend erweisen. Für 2020 rechnen wir mit einer leichten Zunahme bei der Gesamt- und der Kerninflation.

Eurozone

Angst vor Ausstrahlungseffekten

BIP-Wachstum

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

Unsere Prognose für 2019 lag seit Beginn der Veröffentlichung dieser Daten im Januar 2018 stets unter dem Konsensus – bis zum letzten Monat: Aufgrund solider Daten aller wichtigen Länder der Eurozone für das erste Quartal mussten wir unsere Prognose für 2019 nach oben korrigieren. Wegen der globalen Handelsspannungen wurden Analysten und Investoren pessimistischer, doch die Konjunktur stützt sich noch immer auf eine starke Inlandsnachfrage. Die Konsumenten profitieren von einem besseren Arbeitsmarkt und von der Fiskalpolitik dürften 2019 starke Wachstumsimpulse ausgehen. Der Hauptgrund für den Pessimismus sind schwache Stimmungsindikatoren, vor allem aus Deutschlands Produktion. Die Belastbarkeit anderer Branchen oder Regionen wird tendenziell übersehen. Der PMI für die Produktion fiel zwar in Deutschland, Italien und Österreich unter 50 Punkte, doch in Frankreich, Spanien, den Niederlanden, Irland und v. a. in Griechenland liegt er weiterhin im expansiven Bereich. In Italien erholte sich der PMI für das verarbeitende Gewerbe im April von vorgängigen Mehrjahres-Tiefstständen. Ansteckungseffekte, die von der schwächelnden deutschen Automobilindustrie auf den Dienstleistungs- oder den Bausektor übergreifen, stellen für die Eurozone ein nicht zu vernachlässigendes Risiko dar. Doch die robuste Dynamik in Regionen und Branchen, die weniger stark von Handelsspannungen betroffen sind, rechtfertigt nach wie vor eine Prognose auf Höhe des Potenzials der Region.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.4 %	2019: 1.4 %
2020: 1.6 %	2020: 1.4 %

Das späte Osterdatum führte zu einer Verzerrung der Inflationsdaten, im März nach unten, im April nach oben. Die Jahresinflation dürfte sich bis Ende Jahr bei stabilen Energiepreisen bei 1.3% einpendeln. Der angespannte Arbeitsmarkt und das beschleunigte Lohnwachstum sprechen dafür, dass die Kerninflation von durchschnittlich 1.1% im zweiten Quartal auf 1.5% im Schlussquartal 2019 steigen wird.

Deutschland

Sorge um Überkapazitäten

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.1 %	2019: 0.8 %
2020: 1.3 %	2020: 1.5 %

Die deutsche Wirtschaft war in den letzten zehn Jahren eine Erfolgsgeschichte. Die Zahl neugeschaffener Arbeitsplätze im Privatsektor ist bemerkenswert, selbst in der Industrie, die anderswo einen massiven Strukturwandel verzeichnete. Trotz des globalen Gegenwinds war die Binnenwirtschaft im ersten Quartal 2019 robust, wobei der Privatkonsum und die Bautätigkeit viel zum Quartalswachstum von 0.4% beitrugen. Trotzdem überwiegt die Vorsicht oder gar der Pessimismus: Während der Konsensus für 2019 vor einem Jahr noch bei 1.9% lag, sank er bis Mai auf 0.8%. Kurzfristige Ängste sind übertrieben. Das Quartalswachstum wird sich leicht unter das Potenzial abschwächen. Der Ausblick für die Industrieproduktion ohne Bausektor hat sich gemäss Umfragen nicht verbessert. Dank steigender Löhne und eines starken Fiskalimpulses dürfte die Binnenkonjunktur in den nächsten Quartalen positiv zum Wachstum beitragen. Doch anders als der Konsensus erwarten wir für 2020 keine starke Beschleunigung. Deutschlands erfolgreiches Geschäftsmodell könnte sich im aktuellen Abschwung als Achillesferse erweisen. Dem Land droht gar eine «dreifache Austerität», da die notorisch hohe Sparquote der Privathaushalte, die bescheidenen Unternehmensinvestitionen und die Schuldenbremse für die Staatshaushalte mittelfristig dämpfend wirken könnten.

Inflation

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

Die Gesamtinflation stieg im April auf 2.1%, da sich der späte Ostertermin stärker auswirkte als in anderen europäischen Ländern. Doch der Anstieg ist nur temporär. Die Gesamtinflation dürfte auf 1.4% sinken. Dennoch dürfte die zunehmende Kerninflation aufgrund steigender Löhne und weiter steigender Preise für Energiekomponenten wie Benzin und Heizöl im Mai dazu führen, dass die Gesamtinflation in der zweiten Jahreshälfte und im ersten Quartal 2020 weiter steigt. Die Gesamtinflation dürfte bis März 2020 mit 2.2% ihren Höchststand erreichen.

Frankreich

Robuste Stimmungsindikatoren

BIP-Wachstum

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

Im Vergleich zu Deutschland profitierten die französischen Exporteure 2017 und 2018 deutlich weniger vom globalen Aufschwung. Im aktuellen Abschwung erweist sich dies als Vorteil, da der globale Gegenwind für die französische Wirtschaft weniger problematisch ist. In den letzten zwölf Monaten wurde der Konsensus für das französische BIP-Wachstum 2019 von 1.8% auf aktuell 1.3% gesenkt. Die aktuelle Konsensusprognose liegt damit nahe an unserer Erwartung von 1.2% und entspricht dem aktuellen Potenzial Frankreichs. Auch in Frankreich nimmt die Zurückhaltung also zu, wenn auch nicht so dramatisch wie in Deutschland. Angesichts der «Gilets Jaunes» Bewegung oder des französischen Europawahlergebnisses mag diese Feststellung überraschen. Umfragen bestätigen jedoch diesen Befund und deuten nicht auf einen weiteren Rückgang der Wirtschaftsdynamik hin: Die Indizes des INSEE zur Konsumstimmung und zum Geschäftsklima haben sich von ihren Tiefs Ende 2018 erholt. Bereits im Dezember stellte Präsident Macron als Reaktion auf die Strassenproteste mehrere Massnahmen zur Stärkung der verfügbaren Einkommen vor. Insgesamt erreichen die Konjunkturprogramme dieses Jahr fast 1% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Damit trägt der Fiskalimpuls so stark zum BIP-Wachstum bei wie nie mehr seit 2009.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.2 %	2019: 1.2 %
2020: 1.6 %	2020: 1.5 %

Die Gesamtinflation sinkt bis September 2019 von über 2.5% im dritten Quartal 2018 auf rund 1.0%. Die zugrunde liegende Wachstumsdynamik und der verbesserte Arbeitsmarkt, der zu einem moderaten Lohnanstieg führt, deuten darauf hin, dass die Geldpolitik der EZB für Frankreich angemessen ist. Tiefere Sozialbeiträge senken die Arbeitskosten für Unternehmen. Sollten die Unternehmen des Dienstleistungssektors diese Einsparungen an die Konsumenten weitergeben, dürfte die Inflation noch geringer ausfallen, als wir derzeit erwarten.

Grossbritannien Neue Führung, alte Probleme

BIP-Wachstum

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

Theresa Mays Rücktrittsankündigung ebnet nur scheinbar den Weg für einen Brexit-Neuanfang. Der nächste Premier wird wohl aus den Reihen der «Brexit-Hardliner» der Konservativen kommen, aber genau dieselben Probleme haben wie May: Nämlich erstens ein Parlament, das gegen ein No-Deal-Szenario ist, und zweitens eine EU, die Grossbritannien kaum grosse Zugeständnisse machen dürfte. Daher wird auch der Sommer von Stillstand und Unsicherheit geprägt sein. Ein «harter Brexit» am 31. Oktober ist zwar nicht unser Basisszenario, doch das Risiko ist gestiegen. Eintreten könnte es, wenn bis dahin kein Abkommen zustande kommt und die EU eine Fristverlängerung verweigert oder wenn ein Hardliner als Premier einen harten Brexit anstrebt und die Forderungen des Parlaments nach einer weiteren Fristverlängerung ignoriert. Wahrscheinlicher ist ein erneuter Aufschub des Austritts. Dies bedeutet weitere Unsicherheit und viele mögliche Endergebnisse, sogar ganz ohne Brexit. Angesichts dieser Unsicherheit erwarten wir nach dem überraschend guten Jahresbeginn, der von einem nicht langfristig durchzuhaltenden Lageraufbau profitierte, einen Rückgang des Wirtschaftswachstums.

Inflation

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

Der Preisauftrieb war dieses Jahr bisher schwach. Die Gesamtinflation blieb im ersten Quartal unter 2%, bevor sie im April auf 2.1% stieg, nicht zuletzt weil Ostern 2019 später lag als 2018. Für den Rest des Jahres rechnen wir mit einer Inflation um die 2%-Marke. Eine Abweichung von unserer Prognose wäre nach der erneuten Pfund-Abwertung aufgrund der gescheiterten Brexit-Gespräche wohl eher nach oben zu erwarten als nach unten. Die Bank of England dürfte sich über die Inflation aber keine grossen Sorgen machen und wird wohl abwarten, bis die Brexit-Situation geklärt ist.

Schweiz Starkes erstes Quartal

BIP-Wachstum

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

Mit einem Anstieg von zuvor 0.3% auf 0.6% überraschten die BIP-Daten zum ersten Quartal stark. Die Schweizer Konjunktur zeigt sich angesichts der Spannungen zwischen den USA und China und des Abschwungs in der europäischen Industrie belastbar. Die Auslandsnachfrage beflügelte die Produktion in der Pharmaindustrie, bei Uhren und Präzisionsinstrumenten. Auch die Binnenkonjunktur trug stark zum Wachstum bei, wobei sich die Bauwirtschaft von einem schwachen zweiten Halbjahr 2018 erholte. Weitere Treiber waren der Privatkonsum und die Staatsausgaben. Der Staatsbeitrag zum Wachstum war doppelt so hoch wie im Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Dies, und auch die starken Konsumausgaben privater Haushalte werden sich nicht wiederholen. Die Autoverkäufe normalisierten sich nach dem Rückgang im zweiten Halbjahr 2018 wieder. Indes verschlechtern sich die Konsumstimmung und der Beschäftigungsausblick. Verschärft wird das Bild einer abnehmenden Dynamik durch den zunehmenden Gegenwind für die Exporteure. Das Risiko einer Eskalation des Handelsstreits ist nicht zu vernachlässigen und der Franken hat gegenüber dem Euro wieder spürbar aufgewertet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.7 %	2019: 0.6 %
2020: 0.8 %	2020: 0.8 %

Der Konsumentenpreisindex stieg im April zum Vorjahresmonat erwartungsgemäss um 0.7%. Die Inflation wird in der unteren Hälfte des SNB-Zielbandes von 0% bis 2% verharren. Damit besteht für die SNB kein Druck, ihre Negativzinsen aufzugeben. Die Energiepreise dürften ihren Höhepunkt erreicht haben und die Inflation nicht mehr weiter anfangen. Zudem nimmt der Importpreisdruck durch die jüngste CHF-Aufwertung künftig ab. Nach Kaufkraftparität ist der Franken gegenüber dem Euro nun wieder um mehr als 10% überbewertet.

Japan

Kommt die Steuererhöhung?

Japan will die Verbrauchssteuer im Oktober 2019 von 8% auf 10% anheben, um sein strukturelles Haushaltsdefizit zu verringern. Dies wird zu einem Strohfeuer beim privaten Konsum und zu einer höheren Inflation 2020 führen – beides haben wir berücksichtigt. Premier Abe soll aber eine weitere Verschiebung der Erhöhung erwägen, um die Konjunktur und seine «Abenomics» nicht abzuwürgen. Von der Wirtschaft gehen widersprüchliche Signale aus. Die Binnenwirtschaft ist nach wie vor robust und das BIP-Wachstum war im ersten Quartal überraschend robust. Die Auslandsnachfrage ist jedoch schwach und die Risiken von Handelskriegen nehmen zu. Auch die Qualität des BIP-Wachstums erwies sich als schlecht, da die Zahlen durch einen starken Importrückgang – in der Regel ein Vorbote einer schwachen Inlandsnachfrage – gestützt wurden. Eine Entwicklung, die es in diesem Zusammenhang zu beobachten gilt, ist die jüngste (wohl vorübergehende) Divergenz zwischen sinkenden Löhnen und steigender Inflation, die die Kaufkraft belastet.

China

Handelsspannungen wieder da

Nach einer langen Phase abnehmender Handelsspannungen zwischen den USA und China, die auf ein Abkommen zwischen den beiden Handelsmächten hofen liess, eskalierte der Handelsstreit im Mai wieder. Die USA erhöhten die Zölle auf chinesische Waren im Wert von USD 200 Mrd. von 10% auf 25% und drohen, auch auf die übrigen chinesischen Importe im Wert von rund USD 300 Mrd. Zölle zu erheben. Als Vergeltungsmassnahme erhöhte China die Zölle auf US-Importe im Wert von USD 60 Mrd. Die direkten Auswirkungen der Zölle auf die chinesische Wirtschaft sind begrenzt. Bedeutender sind jedoch die indirekten Auswirkungen durch die erhöhte Unsicherheit, die das Geschäftsklima und die Investitionen belastet. Erschwerend ist, dass sich die erneute Eskalation nicht auf den Handel beschränkt, sondern zu einem «Technologiekrieg» auswächst, denn die USA verschärfen die Technologiebeschränkungen gegen chinesische Unternehmen wie Huawei und machen damit die Hoffnung auf ein baldiges Abkommen zunichte.

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.