

März 2019

## Kernaussagen

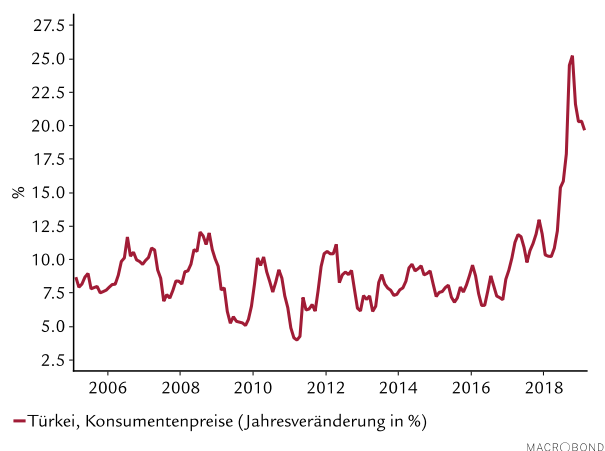
- Der Brexit geht wohl in die Verlängerung
- In der Eurozone entsteht keine geografische, sondern eine sektorielle Kluft
- Enttäuschende Zahlen im ersten Quartal führen zu Abwärtskorrektur unserer Wachstumsprognosen

## 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%	2.5%	1.5%	1.9% ↑	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%
Eurozone	1.2% ↓	1.3% ↓	1.1%	1.4%	1.4% ↓	1.4% ↓	1.6%	1.5%
UK	1.3% ↓	1.4% ↓	1.3%	1.5% ↓	1.9% ↓	2.0%	2.0%	2.1%
Schweiz	1.2%	1.6% ↑	1.4%	1.7% ↑	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
Japan	0.7% ↓	0.9% ↓	0.4% ↓	0.4%	0.9%	0.8% ↓	1.2% ↓	1.2% ↓
China	6.2%	6.2%	6.0%	6.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 14.02.2019

## Grafik des Monats



Die Währungskrise in der Türkei führte im Oktober 2018 zu einer Inflationsrate von 25%. Da die türkische Zentralbank die Zinsen auf 24% anhub, wertete sich die Währung auf und die Inflation nahm deutlich ab. Nach einem Rückgang von zwei Monaten in Folge (November und Dezember) zog die Inflation im Januar wieder leicht an und kam auf 20.4% zu stehen. Die Inflation ist in der Türkei zwar nach wie vor hoch, aber die Inflationsraten in den aufstrebenden Märkten gingen insgesamt zurück, was die Zentralbanken dieser Märkte von ihrer restriktiven Geldpolitik abbrachte.

## USA Gemischte Signale aus den USA

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.3 %	2019: 2.5 %
2020: 1.5 %	2020: 1.9 %

Der Shutdown der US-Regierung, das Thema Nummer eins Anfang Jahr, ist beendet und die Aktienmärkte zogen im Februar weiter an. Abgesehen von diesen zweifellos guten Nachrichten fielen die US-Wirtschaftszahlen unterschiedlich aus. Der Tauchgang der Einzelhandelsumsätze im Dezember liess Zweifel an der Nachfrage seitens der Privathaushalte aufkommen. Zudem war die Industrieproduktion flau und die Hausverkäufe fielen auf den tiefsten Punkt seit 2015, was auf anhaltende Risiken im Wohnungsmarkt hindeutet. Wir erwarten zwar eine Abschwächung der US-Wirtschaft in den nächsten zwei Jahren, aber Ängste vor einem starken Einbruch oder gar einer Rezession sind übertrieben. Die Bedingungen am Arbeitsmarkt bleiben hervorragend und die Schwäche bei der Konsumentenstimmung könnte bloss eine Folge der Marktturbulenzen im Dezember und des Shutdown im Januar sein. Der moderate Tonfall der US Notenbank führte bereits zu tieferen Hypothekenzinsen, was die Nachfrage nach Krediten ansteigen liess. Dies dürfte den Wohnungsmarkt stützen. Wir halten an unserer unter dem Konsensus liegenden Prognose für 2019 fest und warten weitere Zahlen ab, um zu sehen, ob die schwachen Konjunkturdaten tatsächlich von Einmaleffekten geprägt waren.

### Inflation

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

Tiefere Ölpreise führten zu einem Rückgang der US-Gesamtinflation, aber der Tiefpunkt liegt nun bereits hinter uns. Aufgrund der jüngsten Erholung der Energiepreise dürfte sich die Inflation langsam wieder aufwärts in Richtung des 2%-Ziels der Notenbank bewegen. Derweil überraschte die Kerninflation im Januar positiv, was den anhaltenden inländischen Preisdruck durch steigende Löhne widerspiegelt. Die Kerninflation dürfte robust bleiben und die Notenbank 2019 zu zwei weiteren Leitzinserhöhungen veranlassen.

## Eurozone Eine gespaltene Wirtschaft

### BIP-Wachstum

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

In der Eurozone ist in der Wirtschaft eine Kluft entstanden, für einmal nicht zwischen Nord und Süd, sondern zwischen dem Produktions- und dem Dienstleistungssektor. Die meisten neuen Zahlen bestätigen, dass sich die deutsche Autoindustrie von den Einmaleffekten rund um die neuen Emissionsstandards von 2018 erholen wird. Die Produktion leidet aber nach wie vor unter der abflauenden globalen Dynamik. Brexit und die Machtspiele in der US-Handelspolitik belasten die Nachfrage der Unternehmen nach Investitionen in Maschinen. Dementsprechend fiel der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Eurozone gemäss Februar-Zahlen unter die Expansionsschwelle von 50 Punkten. Der aktuelle Wert von 49.2 Punkten ist der tiefste Stand seit Juni 2013. Ein einfaches ökonomisches Modell zur Bestimmung des aktuellen BIP-Quartalswachstums auf Basis des PMI zeigt, dass das BIP im ersten Quartal 2019 schrumpfen wird. Derweil trotzten die Dienstleistungen, die weniger auf den Welthandel angewiesen sind, jeglichen Rezessionsängsten. Ergänzen wir unser Modell mit PMI-Datenreihen für die Dienstleistungsbranchen, ergibt sich eine Quartalswachstumsprognose von rund 0.1%. Der Dienstleistungssektor wird vorab durch die bessere Konsumentenstimmung in Deutschland und Frankreich gestützt.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.4 %	2019: 1.4 %
2020: 1.6 %	2020: 1.5 %

Wir senken die Inflationsprognose für 2019 infolge des Wachstums unter dem Potenzial im zurückliegenden zweiten Halbjahr 2018. Die EZB wird ihr Inflationsziel von „knapp unter 2%“ 2019 und 2020 nicht erreichen, wir erwarten für 2019 also keine Zinserhöhung. Die Argumente für eine höhere Kerninflation bis Ende 2019 haben sich dank anziehender Lohndynamik verstärkt: Im Schlussquartal 2018 stiegen die Tariflöhne in der Eurozone um 2.2% gegenüber dem Vorjahr, so schnell wie seit 2012 nicht mehr.

## UK

### Brexit geht in die Nachspielzeit

#### BIP-Wachstum

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

Das Brexit-Datum im März rückt näher und doch war bei Redaktionsschluss keine Übergangslösung in Sicht. Es gibt weder ein Mandat der Bevölkerung noch des Parlaments dafür, die EU ohne Vertrag zu verlassen. Für uns stellt ein „No Deal“-Brexit ein wenig wahrscheinliches Risiko dar, als Ergebnis eines politischen Betriebsunfalls. Ein „blinder Brexit“ mit einer Übergangsperiode bleibt unser Basisszenario. Da es Premier May bis jetzt nicht gelungen ist, eine Mehrheit für ihren ursprünglichen Deal zu gewinnen oder ergiebige Neuverhandlungen mit der EU aufzunehmen, wird eine Verlängerung des Dramas über März hinaus wahrscheinlich. Die Brexit-Unsicherheiten schlagen sich in der Wirtschaftsleistung nieder. Die Unternehmensinvestitionen sanken und die Investitionspläne bleiben laut Umfrage der Bank of England bescheiden. Wir korrigierten unsere BIP-Prognose für 2019 leicht nach unten. Ein Lichtblick bleibt der Privatkonsum, der von robusten Arbeitsmarktbedingungen getragen wird.

#### Inflation

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

Aufgrund des verhaltenen Jahresbeginns mussten wir unsere Prognose für 2019 von 2.1% auf 1.9% korrigieren. Die höheren Energiepreise dürften im Februar zu einem Anstieg führen, aber die Inflation wird sich im Jahresverlauf wohl bei 2% einpendeln. Das anziehende Lohnwachstum stellt für die Inflation ein Aufwärtsrisiko dar, wird jedoch durch potenzielle Dämpfungseffekte in unserem Basisszenario, das von einem Brexit-Deal ausgeht, gelindert. Ein Deal würde die Währung aufwerten. Die zuletzt gefüllten Vorratslager dürften im Falle einer Verhandlungslösung wieder aufgelöst werden, was zusätzlich disinflationär wirken sollte.

## Schweiz

### Zurück zum Potenzialwachstum

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.2 %	2019: 1.6 %
2020: 1.4 %	2020: 1.7 %

Zwei Tage nach dem Redaktionsschluss publiziert das SECO seine ersten Schätzungen zum BIP des Schlussquartals 2018. Nach einem enttäuschenden Vorquartal, in dem das BIP um 0.2% schrumpfte, erwarten wir eine leichte Erholung in Richtung langfristiges annualisiertes Potenzialwachstum von rund 1.2%. Unsere Prognose von 0.3% Quartalswachstum im letzten Quartal 2018 liegt gemäss einer Bloomberg-Umfrage leicht unter dem Konsensus von 0.4%. Von den 20 teilnehmenden Einrichtungen ging keine von einem erneuten Rückgang aus. Wie in Deutschland dürfte in der Schweiz eine technische Rezession vermieden worden sein. Dennoch begann die Dynamik nach starkem Wachstum von Mitte 2015 bis Sommer 2018 sich abzuschwächen: Neben der nachlassenden Auslandsnachfrage infolge der Brexit-Unsicherheiten und des Handelsstreits USA-China beobachten wir auch an der Heimfront eine Abkühlung: Der Privatkonsum und die Bautätigkeit verlangsamten sich seit Mitte 2018.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.6 %	2019: 0.7 %
2020: 0.8 %	2020: 0.9 %

Von Juli 2018 bis Januar 2019 halbierte sich die Inflation von 1.2% auf 0.6%. Wie anderswo auch, liegt der Hauptgrund für diesen Trend im Einbruch der Energiepreise im vierten Quartal 2018. Die Inflationsprognosen für 2019 wurden im letzten Halbjahr entsprechend vielerorts stark nach unten korrigiert. Man ist sich einig, dass die Inflation in der unteren Hälfte der Zielbandbreite der SNB von 0% bis 2% zu liegen kommt. Da die Energiepreise 2019 nach oben korrigiert haben, dürfte sich die Inflation bis im Sommer bei rund 0.5% stabilisieren, um dann bis Ende Dezember langsam auf 0.9% zu klettern.

## Japan Industriezyklus als Spielverderber

Ähnlich wie Europa wurde Japan schwer vom Abschwung im globalen Industriezyklus getroffen. Die Wirtschaft beendete 2018 nämlich mit gleich hohem Bruttoinlandsprodukt wie im Vorjahr, wobei primär die Nettoexporte für die Stagnation verantwortlich waren. Die Handelsbilanz fiel erstmals seit 2015 ins Negative. Aufgrund der unerwartet tiefen Anfangsniveaus senkten wir unsere Wachstumsprognose für 2019 markant auf 0.7%, leicht unter das Potenzialwachstum. Die Binnennachfrage hingegen zeigte sich recht robust und Unternehmensumfragen weisen auf eine gute Stimmung bei den Dienstleistungen und ein schlechtes Klima in der Produktion hin. In den nächsten Monaten wird der Konsum von den Einkäufen im Vorfeld der für Oktober 2019 geplanten Konsumsteueranhebung getragen. Damit sich das Klima in der Produktion verbessert, müsste der Handelskrieg deeskaliert, und besonders auf Autozölle verzichtet, werden und die Binnenkonjunktur müsste sich stabilisieren.

## China Erste Stabilisierung?

Chinas Exporte überraschten positiv: Sie drehten von 4.4% Rückgang im Dezember im Januar auf ein Wachstum von 9.1%. Aber das Plus dürfte keinen nachhaltigen Trend darstellen, sondern primär eine Verzerrung aufgrund des chinesischen Neujahrs, weil Auslieferungen wohl in den Januar vorverlegt wurden. Wir gehen davon aus, dass das Exportwachstum aufgrund der durch allfällige Zölle verursachten Importe in die USA und der schwachen Einkaufsmanagerindex-Werte wichtiger Exportpartner gedämpft bleibt, was auf verhaltene Nachfrage hindeutet. Chinas Wirtschaft dürfte im ersten Quartal 2019 weiter abflauen. Dennoch erwarten wir keinen markanten Abschwung, weil die Regierung wohl finanz- und geldpolitische Massnahmen einleiten wird, um die Wirtschaft zu stützen. Chinas breit angelegte Kreditmassnahme zeigte im Januar bereits Wirkung: Die Bankdarlehen und die lokalen Staatsanleihen legten dank den erfolgreichen Lockerungsmassnahmen zu.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### 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), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex und Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln und Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **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.