

Mai 2019

Kernaussagen

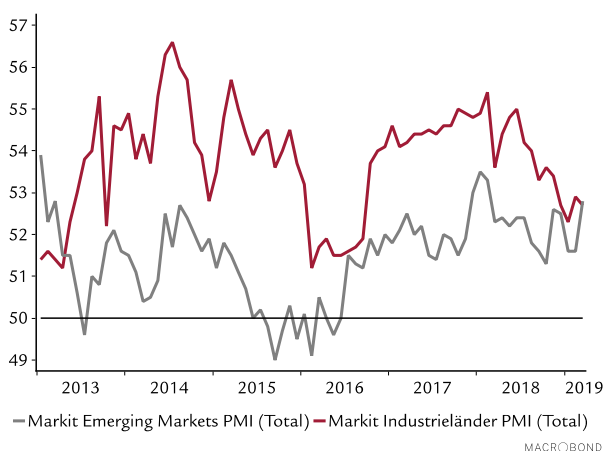
- Die Inversion der US-Zinskurve sorgte für Schlagzeilen, die Rezessionsrisiken sind nach wie vor gering
- Daten aus China zeigen, dass die Konjunkturmassnahmen nun in der Realwirtschaft ankommen
- Die schwächelnde Dynamik in der Eurozone dürfte sich durch die verbesserte Auslandsnachfrage erholen

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%	2.4%	1.8% ↑	2.0%	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%
Eurozone	1.1% ↓	1.1% ↓	1.2% ↑	1.3% ↓	1.4%	1.3%	1.6%	1.4% ↓
UK	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%
Schweiz	1.0%	1.2% ↓	1.4%	1.5%	0.7% ↑	0.6%	0.8%	0.8% ↓
Japan	0.6% ↓	0.6% ↓	0.4%	0.5% ↑	0.7% ↓	0.6% ↓	1.1% ↓	1.0%
China	6.2%	6.2%	6.0%	6.1%	2.2%	2.1%	2.2%	2.1%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 08.04.2019

Grafik des Monats



Der Einkaufsmanagerindex (PMI) – der breiteste konjunkturelle Frühindikator – für die Schwellenländer schloss erstmals seit 2013 wieder zu dem der Industrieländer auf. Der wichtigste Treiber des Aufwärtstrends in den Schwellenländern ist China, wo das verarbeitende Gewerbe wieder auf Wachstumskurs kam. Es verzeichnete einen PMI von 50.8 Punkten und lag damit über dem neutralen Niveau von 50 Punkten, das Expansion und Kontraktion trennt. Dies deutet darauf hin, dass sich die schwächelnde chinesische Wirtschaft angesichts der durchgesetzten staatlichen Konjunkturmassnahmen zu stabilisieren begonnen hat, was dann eine Erholung der PMI in anderen Schwellenländern ausgelöst hat, insbesondere in Asien.

USA

Wer hat Angst vor der Zinskurve?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.3 %	2019: 2.4 %
2020: 1.8 %	2020: 2.0 %

Kürzlich sorgten nicht die veröffentlichten Konjunkturdaten für Schlagzeilen, sondern die Umkehrung der US-Zinskurve. Erstmals seit der Finanzkrise fiel die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen unter jene 3-monatiger Treasury Bills. Wie wir aus der Zinskurvenstruktur, aber auch aus aktuellen Geldmarktpreisen schliessen, erwarten die Anleger, dass das Fed die Zinsen zwei Jahre lang senken wird, was auf eine Rezession oder zumindest einen schweren Konjunkturreinbruch hindeutet. Eine Umkehrung der Zinskurve war schon oft ein zuverlässiges Warnsignal für eine Rezession. Zwar meinen viele, das Signal könnte diesmal durch das starke Engagement der Zentralbanken am Anleihenmarkt verzerrt sein, doch man sollte es ernst nehmen. Dennoch gibt es starke Verzögerungen: In den letzten zwei Zyklen vergingen von der ersten Umkehrung bis zur Rezession bis zu zweieinhalb Jahre, in denen die Wirtschaft solide wuchs und die Aktienmärkte stiegen. Die Fed scheint sich, anders als in den letzten beiden Zyklen, der Risiken bewusst zu sein und kündigte eine Pause (in unserer Lesart sogar das Ende) der Zinserhöhungen an, sodass die Expansion noch länger andauern könnte. Letzteres zeigt sich in einer leichten Aufwärtskorrektur unserer BIP-Prognose für 2020 von 1,5% auf 1,8%. Daher halten wir das kurzfristige Rezessionsrisiko für gering, was sich mit den jüngsten Daten deckt, die eine robuste Konjunktur und eine positive Unternehmer- und Konsumentenstimmung zeigen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.9 %	2019: 1.8 %
2020: 2.2 %	2020: 2.2 %

Die jüngsten US-Inflationszahlen überraschten negativ, aber wir halten an unserer leicht über dem Konsens liegenden Prognose von 1.9% für 2019 fest. Erstens schlägt sich der deutliche Anstieg des Ölpreises noch nicht vollständig in der Inflation nieder und die Kerninflation wurde durch spezifische Faktoren (Preisrückgänge bei Bekleidung und Gebrauchtwagen) gebremst, die sich als vorübergehend erweisen könnten.

Eurozone

Sehr uneinheitliche Daten

BIP-Wachstum

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

Anfang 2019 war unsere BIP-Wachstumsprognose der Eurozone 2019 noch viel vorsichtiger als die der meisten unserer Mitbewerber oder der OECD oder des IWF. Inzwischen hat der zunehmende Pessimismus aber zu einer deutlichen Abwärtskorrektur vieler Prognosen geführt. Unsere eigene Prognose ist also vorerst zur Konsensmeinung geworden. Letzten Monat schrieben wir, in der Eurozone sei das Schlimmste wohl vorbei. Die eingehenden Daten deuten jedoch darauf hin, dass es noch zu früh ist, um den Rückgang der Wirtschaftsdynamik für beendet zu erklären. Die anhaltende Schwäche der PMI für das verarbeitende Gewerbe in Deutschland und Italien zeigt, dass der Abschwung in dieser Branche ausgeprägter ist als bisher angenommen und dass die vielfältigen Belastungen für die deutschen Automobilhersteller länger anhaltende Auswirkungen auf die gesamte Lieferkette haben. Vor allem scheint sich der Handelsstreit mit der US-Regierung zu verschärfen und die Investitionsentscheidungen der Unternehmen zu belasten. Daher besteht ein gewisses Ansteckungsrisiko für die deutsche Binnenwirtschaft, die sich dank der günstigen finanziellen Bedingungen und des angespannten Arbeitsmarkts bisher sehr gut entwickelt hat. Bessere Anzeichen einer dynamischen Konjunktur zeigen sich in Form von robusten PMI für das verarbeitende Gewerbe in Ländern wie Spanien oder Griechenland sowie einer breit angelegten Verbesserung der Unternehmerstimmung in Frankreich.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.4 %	2019: 1.3 %
2020: 1.6 %	2020: 1.4 %

In der Eurozone blieb die Inflation, besonders die Kerninflation, trotz stärkerem Lohnwachstum und überraschend schwach. Der Inflationsbericht für März könnte 2019 durch den späten Ostertermin verzerrt sein, der zu einer gewissen Umkehrung in den April-Daten führen könnte. Wir erwarten jedoch nicht, dass die Kerninflation vor dem Schlussquartal 2019 auf über 1% steigt.

UK

Temporäre Splendid Isolation

BIP-Wachstum

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

Anders als anderswo hat sich die Wirtschaftsdynamik in Grossbritannien 2019 nicht weiter abgekühlt. Die monatlichen BIP-Schätzungen bis Februar deuten darauf hin, dass die Wirtschaft im ersten Quartal 2019 um 0.3% wuchs, etwas stärker als im Vorquartal. Die eingehenden Daten sind in allen Sektoren solide, vom Einzelhandel bis zum verarbeitenden Gewerbe, was auch dem Arbeitsmarkt zugutekommt. Auf den ersten Blick erscheint dies angesichts der nervenaufreibenden Brexit-Debatte unlogisch. Doch offenbar schirmen die Brexit-Sorgen die britische Wirtschaft vor dem konjunkturellen Gegenwind ab, der die exportabhängigen europäischen Volkswirtschaften belastet. Dieser Vorteil könnte sich jedoch als flüchtig erweisen. Dem PMI zufolge stiegen die Vorräte im verarbeitenden Gewerbe jüngst auf Rekordhöhen, weil für den Fall eines harten Brexit Notmassnahmen ergriffen wurden. Höchstwahrscheinlich wird es in den kommenden Monaten zu einer Trendwende kommen, die zu einer moderaten Dynamik im verarbeitenden Gewerbe führen wird.

Inflation

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

Wir halten die Gefahr eines harten Brexit für gering, sodass eine Abwertung des Pfunds 2019 unwahrscheinlich ist, was die Importpreise in Schach halten dürfte. Zuletzt haben wir die Trends bei der Inflation überschätzt. Die Aufwertung des Pfunds seit Jahresbeginn, aber auch die begrenzte Preissetzungsmacht im Einzelhandel könnten den gedämpften Inflationsdruck erklären. Angesichts tendenziell steigender Energiepreise dürfte die Gesamtinflation bis Mitte 2019 über 2% steigen. Wie anderswo erwarten wir für März und April verzerrte Daten. Aufgrund des späten Ostertermins sind im März eine geringe Teuerung und im April dafür starke Preissteigerungen bei den Tourismuskomponenten zu erwarten.

Schweiz

Ein lang erwarteter Rückgang

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.0 %	2019: 1.2 %
2020: 1.4 %	2020: 1.5 %

Der Schweizer PMI für das verarbeitende Gewerbe fiel im März deutlich von 55.4 auf 50.3 Punkte. Dies war der grösste monatliche Rückgang seit Beginn der Finanzkrise im November 2008. Das deutlich tiefere Niveau des PMI entspricht eher früheren Signalen aus anderen Umfragen, die als Frühindikatoren zuverlässiger sind, vor allem der vierteljährlichen Erhebung von Swissmem zu den Auftragseingängen und der Konjunkturumfrage der Denkfabrik KOF. Interessanterweise deutet letztere darauf hin, dass sich die Erwartungen der Unternehmen an die Auftragseingänge der nächsten drei Monate im März stabilisiert haben, nachdem sie seit Februar 2018 jeden Monat gesunken waren. Es ist deshalb nicht nötig, unsere Prognose für das laufende Jahr zu revidieren. Die Tatsache, dass sich der Franken auf handelsgewichteter Basis nicht aufgewertet hat, und die ermutigenden Anzeichen für eine wachsende Dynamik in den Schwellenländern begrenzen die Rezessionsrisiken trotz des ausgeprägten Abschwungs in der benachbarten Eurozone.

Inflation

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

Letzten Monat veröffentlichte die SNB ihre vierteljährlich aktualisierte bedingte Inflationsprognose. Danach wird die Gesamtinflation unter den derzeitigen geldpolitischen Bedingungen bis Ende 2021 nicht über 1.5% steigen. Zwischen den Zeilen könnte man folgern, dass die SNB die Negativzinsen auf absehbare Zeit nicht abschaffen wird. Wir halten das Risiko eines anhaltenden Inflationsanstiegs sowohl in der Schweiz als auch in anderen Industrieländern weiterhin für begrenzt, sodass die Zinsen tief bleiben dürften. Heizöl und Kraftstoffe werden aufgrund der seit Jahresbeginn gestiegenen Preise für Rohöl in diesem Jahr stärker zur Inflation beitragen als angenommen. Daher erhöhen wir die Inflationsprognose für 2019 von 0.6% auf 0.7%.

Japan Immer noch schlechte Stimmung

Wie Europa ist Japan von der globalen Abschwächung der Industriekonjunktur betroffen, die auf eine sinkende Auslandsnachfrage aus China zurückzuführen ist. Bei Redaktionsschluss lagen keine Daten für März vor, aber die Industrieproduktion, die Maschinenbestellungen und das Exportvolumen dürften im Q1 2019 weiter rückläufig sein. Konsum und Investitionen zeigten sich robust, doch das rückläufige Importvolumen deutet auch auf Risiken für die Binnennachfrage hin. Anders als in Europa deuteten die japanischen Umfragen auf keine Stabilisierung hin, auch wenn die jüngsten Frühindikatoren für China eine Besserung andeuten. Inflationsdruck ist weiterhin kaum zu erwarten, zumal wir mit einer Aufwertung des japanischen Yen rechnen. Die Bank of Japan hat nur begrenzten Spielraum für Lockerungsmassnahmen und in den nächsten zwei Jahren dürfte das Heft des Handelns auf die Finanzpolitik übergehen.

China Stabilisierung setzt sich fort

Der Einkaufsmanagerindex-(PMI) stieg im März über die 50-Punkte-Expansionsmarke: Der offizielle NBS PMI lag bei 50.5 Punkten, gegenüber 49.2 Punkten im Februar. Der Wert widerspiegelt v. a. eine anziehende Inlandsnachfrage, wobei die Auslandsnachfrage, gemessen an neuen Exportaufträgen, ebenfalls zulegte, aber im Kontraktionsbereich blieb. Die Erholung zeigt ein besseres Klima, v. a. bei kleineren Unternehmen, bedingt durch gelockerte Finanzierungsbedingungen und unerwartet starke Steuersenkungen zur Ankerbelegung der schwächelnden Wirtschaft. Auch Chinas die Kreditvergabe verbesserte sich stärker als erwartet, was auf eine anhaltende Stabilisierung hindeutet. Doch damit sich die Erholung fortsetzt, kommt es auf eine Einigung im Handelsstreit USA-China an. Da es offenbar schwierig ist, sich auf spezifische Massnahmen zur Lösung eher struktureller Probleme zu einigen, könnten sich die Verhandlungen noch länger hinziehen.

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.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: 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 obenstehend 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, Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München und 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.