

Januar 2019

## Kernaussagen

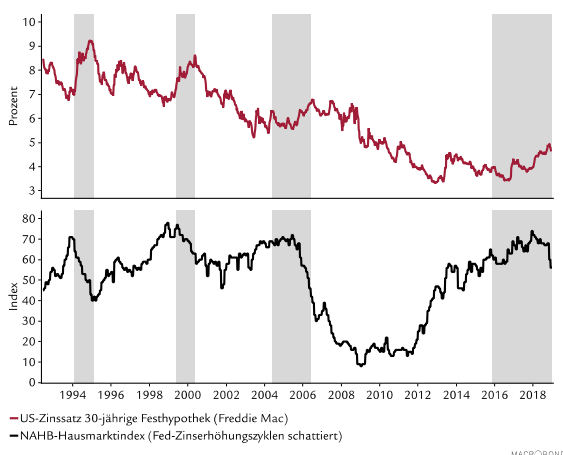
- Die Gesamtinflationen nehmen infolge des starken Ölpreisrückgangs ab
- Die Kerninflation dürfte weiter steigen, da das Lohnwachstum Fahrt aufnimmt
- Einkaufsmanagerindizes deuten auf sich stabilisierende Dynamik in den zyklischen Industriesektoren hin

## 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%	2.6% ↓	1.5%	n.a.	1.8%	2.3% ↓	2.1%	n.a.
Eurozone	1.3%	1.6% ↓	1.1%	n.a.	1.6%	1.6% ↓	1.5%	n.a.
UK	1.4%	1.5%	1.3%	n.a.	2.0% ↓	2.1% ↓	2.0%	n.a.
Schweiz	1.2%	1.6% ↓	1.4% ↑	n.a.	0.6% ↓	0.9% ↓	0.7%	n.a.
Japan	1.2% ↓	1.1%	0.6%	n.a.	1.2%	0.9% ↓	1.7%	n.a.
China	6.2%	6.3%	6.0%	n.a.	2.4% ↓	2.3% ↓	2.2%	n.a.

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10.12.2018

## Grafik des Monats



Die Zinsanhebungen durch die Fed haben zu einem verschärften Finanzumfeld für Unternehmen und Haushalte geführt. Der durchschnittliche Zins für eine 30-jährige Festhypothek – das beliebteste Instrument zur Eigenheimfinanzierung in den USA – erreichte jüngst fast 5%, einen Wert wie seit 2011 nicht mehr. Der Anstieg in den letzten Quartalen hinterliess Spuren im US-Wohnungsmarkt. Die Stimmung unter den Hausbauern hat sich verschlechtert und Konjunkturdaten wie die Baustarts oder Hausverkäufe flachten ab oder gingen gar zurück.

## USA

### Befinden gut, Tendenz schlechter

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.3 %	2019: 2.6 %
2020: 1.5 %	2020: n.a.

Anhand der verfügbaren Daten bei Redaktionsschluss prognostiziert das Nowcast-Modell der Atlanta Fed für die USA ein Wachstum im letzten Quartal von 2.4%, also nahe an unserer Erwartung von 2.3%. Weiterhin bleibt die Stimmung bei den Konsumenten und Unternehmen euphorisch. Die ISM-Umfrage weist im Produktions- und im Dienstleistungssektor hohe Werte auf, während die Konsumenten neben höheren Löhnen auch von tieferen Benzinkosten infolge des eingebrochenen Ölpreises profitieren. Dem wirken das verschärfte Finanzumfeld (siehe Grafik des Monats), ein schwächeres externes Umfeld sowie der im 2019 verblässende Fiskalimpuls entgegen. Wir gehen somit davon aus, dass sich die Konjunktur der US-Wirtschaft in den nächsten zwei Jahren allmählich in Richtung Potenzialwachstum abschwächen wird, ohne jedoch ganz in eine Rezession zu stürzen. Zentral für diese Einschätzung ist unsere Annahme, dass das Fed eine datenabhängige und somit eher vorsichtige Position zu ihrer künftigen Geldpolitik einnimmt und finanziellen Rahmenbedingungen nicht zu straff werden lässt.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.8 %	2019: 2.1 %
2020: 2.1 %	2020: n.a.

Die US-Gesamtinflation hat ihren Höhepunkt erreicht und geht infolge der tieferen Energiepreise stark zurück. Dieser negative Energie-Basiseffekt wird bis 2019 anhalten und dürfte die Gesamtinflation fast das ganze Jahr hindurch unter der 2%-Marke halten. Inzwischen bestätigten die Novemberzahlen, dass die Schwäche der Kerninflation vorübergehend war. Die Kerninflation erhöhte sich aufgrund der erneut hohen Gebrauchtwagenpreise sowie der höheren Wohn- und Gesundheitskosten. Sie dürfte nächstes Jahr leicht steigen, weil die Löhne in einem angespannten Arbeitsmarkt rascher steigen.

## Eurozone

### Frankreich sagt „non“

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.3 %	2019: 1.6 %
2020: 1.1 %	2020: n.a.

2018 begann euphorisch und endet mit beunruhigenden Meldungen: Emmanuel Macrons Wirtschaftsreformen in Frankreich schienen aussichtsreich, und selbst die Streiks im öffentlichen Verkehr konnten seinem Eifer nichts anhaben. Später aber musste er sich den „Gilets jaunes“, der unorganisierten Opposition gegen die Anhebung der Benzinsteuern, beugen und seinen Plan aufgeben. Dies wird Macrons Position in kommenden Projekten schwächen. Die Europawahlen nächsten Mai werden somit einem Referendum über seine gesamten Reformvorhaben gleichkommen. Eingehende Wirtschaftsdaten verheissen nichts Gutes für ihn, denn die Verbesserung am Arbeitsmarkt bleibt wenig überzeugend. Sie erscheint eher als ein Nebeneffekt des globalen Aufschwungs und ist weniger den Reformbemühungen zuzuschreiben. In den letzten zwölf Monaten fiel die Arbeitslosigkeit in der übrigen Eurozone ähnlich oder gar schneller. Noch schlimmer für Macron ist, dass der Einkaufsmanagerindex der Industrie erstmals seit September 2016 unter 50 Punkte fiel, jene Marke, die Expansion von Abschwung trennt.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.6 %	2019: 1.6 %
2020: 1.5 %	2020: n.a.

Die jüngste Bewegung des Ölpreises untermauert unsere Annahme, dass der Anstieg der Gesamtinflation in der Eurozone nur vorübergehend war. Dadurch steht die EZB weniger unter Druck, ihre Geldpolitik schneller zu normalisieren. Die Anzahl Mitgliedstaaten mit einer Inflation von über 1.8% fiel im November auf 10 von 19 (Oktober: 14). Die Inflation dürfte in der Eurozone noch vor Jahresende 2018 unter 2% und bis Mitte 2019 auf 1.5% sinken. Besonders wichtig ist dabei: Auch die Gesamtinflation Deutschlands wird sich bis zum zweiten Quartal 2019 wieder unterhalb der kritischen Marke von 2% einpendeln.

## UK

### „No Deal“ unwahrscheinlicher

#### BIP-Wachstum

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

Seit Sommer 2018 betonen wir, dass extreme Szenarien zum Ausgang der Brexit-Verhandlungen mit der EU als sehr wahrscheinlich angesehen werden müssen. Ein „blinder Brexit“ ist und bleibt unser Basisszenario. Dem „No Deal“ und einem zweiten Referendum mit schliesslich keinem Brexit gaben wir zusammen eine Wahrscheinlichkeit von 30%. Für uns zeigen die jüngsten Entwicklungen und insbesondere Theresa Mays Sieg im Misstrauensvotum der Tories, dass ein „No Deal“ weniger wahrscheinlich geworden ist. Parlamentarische Mehrheiten und die Ergebnisse von Volksbefragungen zeigen, dass es kein Mandat für einen EU-Austritt ohne Abkommen gibt. Kurz nach dem EU-Referendum 2016 startete das National Centre for Social Research seine Befragungen der Briten, ob ein Brexit rückblickend die richtige Entscheidung war. Der Anteil jener, die einen Brexit für die falsche Entscheidung halten, stieg zuletzt auf 49% (so hoch wie nie), während der Anteil der Brexit-Befürworter bei 38% liegt. Die Zahlen zum vierten Quartal deuten mittlerweile darauf hin, dass die konjunkturelle Dynamik im Einklang mit dem Trend in anderen Industrieländern abnimmt.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2.0 %	2019: 2.1 %
2020: 2.0 %	2020: n.a.

Tiefere Energiepreise deuten auf weiteres Abwärtsrisiko für den kurzfristigen Inflationsausblick hin. Die Inflation dürfte bis Jahresende 2018 auf 2.1% fallen – deutlich tiefer als die 3% zum Jahresbeginn. Wir erwarten eine Stabilisierung der Inflation – dies auch im Falle einer extremen Brexit-Lösung. Bei einem „No Deal“ würde die zeitweilige Konjunkturabschwächung die Preissetzungsmacht der Inlandsanbieter belasten und das seit kurzem anziehende Lohnwachstum dämpfen. Dies würde den Effekt der höheren Importpreise ausgleichen, sollte sich das Pfund erneut abschwächen.

## Schweiz

### Schneller Inflationsrückgang

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1.2 %	2019: 1.6 %
2020: 1.4 %	2020: n.a.

Das BIP überraschte im dritten Quartal mit einem Rückgang von 0.2% im Vergleich zum Vorquartal negativ. Gemäss dem SECO war dies grösstenteils auf die schwachen Exporte zurückzuführen. Zudem führte der trockene Sommer zu einer Flaute in den Wasserkraftwerken. Beide Entwicklungen sind als vorübergehend anzusehen. Im vierten Quartal sind bisher solidere Daten zu beobachten. Der Einkaufsmanagerindex erholte sich im November auf 57.7 Punkte, historisch gesehen ein ordentliches Niveau. Einer KOF-Umfrage zufolge erhöhte sich im letzten Quartal 2018 der Saldo jener Firmen, die für die nächsten drei Monate eine Auftragszunahme erwarten – dies nach einem stetigen Rückgang seit Jahresbeginn. Die Arbeitslosigkeit fiel auf 2.4%, den tiefsten Wert seit 2002. Angesichts der schwächeren weltwirtschaftlichen Dynamik und der Aufwertung des Frankens dürfte sich das Wachstum auf sein langfristiges Potenzial abschwächen. Diese Einschätzung ist im Vergleich zu jener unserer Mitbewerber vorsichtig: Von den 16 durch Consensus Economics befragten Firmen ist unsere Prognose von 1.2% BIP-Wachstum für 2019 die tiefste.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0.6 %	2019: 0.9 %
2020: 0.7 %	2020: n.a.

Die Inflation erreichte im Juli ihren Höhepunkt, als die Produzenten- und Importpreise gegenüber dem Vorjahr um 3.8% zulegten und die Konsumentenpreis-inflation bei 1.2% lag. Bis November sanken die zwei Werte auf 1.4% beziehungsweise 0.9%. Die Konsumentenpreis-inflation dürfte diesen Monat auf 0.7% und bis Mitte 2019 auf 0.5% fallen. Der Rückgang ist nicht allein auf tiefere Energiepreise zurückzuführen. Offiziellen Zahlen zufolge nahmen die Gesundheitskosten in den letzten zwölf Monaten leicht ab. Der stärkere Franken drückt die Importkosten. Auch die Mieten dürften sich nächstes Jahr negativ auf die Inflation auswirken.

## Japan

### Knappe Kapazität, höhere Löhne

Unser Ausblick für Japans Wirtschaft liegt nahe beim Konsensus. Das zyklische Hoch ist vorbei und die Konjunktur wird sich in den nächsten zwei Jahren abschwächen. Die harten Wirtschaftsdaten enttäuschten zuletzt, waren aber auf Ereignisse wie ein Erdbeben und Stürme zurückzuführen. Die jüngste Tankan-Umfrage – der wichtigste Indikator für die Unternehmensstimmung – überraschte positiv. Die Stimmung verbesserte sich besonders im Dienstleistungsbereich und die Firmen zeigen grosse Investitionsbereitschaft. Ausserdem nehmen Kapazitätsengpässe zu und die Grundlöhne steigen so schnell an wie seit 20 Jahren nicht mehr. Dies dürfte den Konsum stützen, obschon die geplante Anhebung der Konsumsteuer zu Schwankungen bei den Zahlen führen dürfte. Der Zusammenhang zwischen Lohnentwicklung und Inflation ist in Japan jedoch schwach. Die Kerninflation dürfte sich somit in Grenzen halten. Die Zunahme der Gesamtinflation 2019 und 2020 ist primär auf die Erhöhung der Konsumsteuer von 8% auf 10% zurückzuführen.

## China

### Feuerpause im Handelsstreit

Bei einem Dinner nach dem G20-Gipfel in Argentinien vereinbarten US-Präsident Trump und Chinas Präsident Xi Jinping eine Feuerpause in ihrem Handelsstreit. Die USA werden ihre Zölle auf chinesischen Einfuhren nicht auf 25% erhöhen und China wird seine Importe von Landwirtschafts-, Energie- und Industriegütern aus den USA verstärken. Zudem wird China während einer 90-tägigen Verhandlungsphase strukturelle Probleme wie den angeblichen Diebstahl geistigen Eigentums und die erzwungenen Technologietransfers angehen. Wenn aber bei diesen Fragen innerhalb von drei Monaten keine Vereinbarung erzielt wird, dürfte der Streit erneut eskalieren. Somit ist die Feuerpause wohl nur für den kurzfristigen Ausblick positiv. Das Thema der fairen Behandlung geistigen Eigentums wird längerfristig auf der Agenda bleiben. Es bestehen kaum Zweifel daran, dass China sein Stimulierungsprogramm mit zusätzlichen finanz- und geldpolitischen Massnahmen intensivieren wird, um das schwächelnde Wirtschaftswachstum auszugleichen.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
@MarcBruetsch



**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.