

Dezember 2018

## Kernaussagen

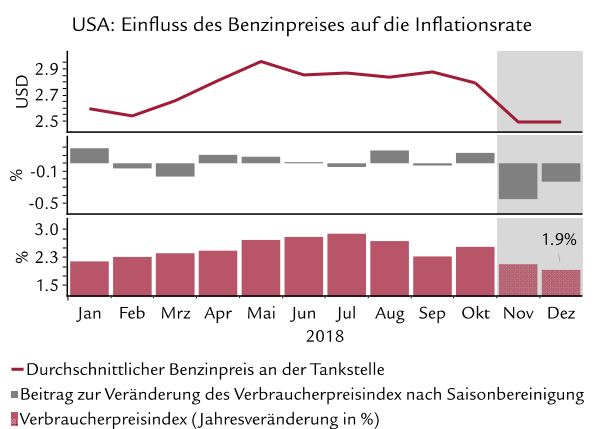
- Wir erwarten für 2020 moderates Wachstum im Potenzialbereich
- USA/Eurozone: Tieferer Ölpreis deutet auf Rückgang der Inflation auf unter 2% vor Jahresende hin
- Ausblick für die Eurozone hängt nach wie vor primär von der Politik ab

## 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% ↑            | 2.7% ↑    | 1.5%              | n.a.      | 1.8% ↓         | 2.3%      | 2.1%           | n.a.      |
| Eurozone | 1.3%              | 1.7% ↓    | 1.1%              | n.a.      | 1.6%           | 1.7%      | 1.5%           | n.a.      |
| UK       | 1.4% ↑            | 1.5%      | 1.3%              | n.a.      | 2.1% ↓         | 2.2% ↓    | 2.0%           | n.a.      |
| Schweiz  | 1.2%              | 1.8% ↑    | 1.3%              | n.a.      | 0.7%           | 1.0%      | 0.7%           | n.a.      |
| Japan    | 1.3%              | 1.1% ↓    | 0.6%              | n.a.      | 1.2% ↑         | 1.1%      | 1.7%           | n.a.      |
| China    | 6.2% ↑            | 6.3%      | 6.0%              | n.a.      | 2.6% ↑         | 2.4% ↑    | 2.2%           | n.a.      |

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12.11.2018

## Grafik des Monats



Rohöl ist derzeit 30% billiger als Anfangs Oktober. In den USA, wo der Anteil der Steuern im Verbraucherpreis für Benzin vergleichsweise gering ist, begannen die Preise an den Tankstellen zu sinken. Verglichen mit Mai zahlen die US-Konsumenten pro Tankfüllung 13% weniger. Saisonale Bereinigungs-faktoren zur Berechnung des Konsumentenpreisindex verstärken den Effekt in den letzten zwei Monaten des Jahres. Deshalb erwarten wir bis Dezember einen Rückgang der US Inflation auf unter 2%.

## USA

### Höhere Zinsen zeigen Wirkung

#### BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019: 2.3 %               | 2019: 2.7 % |
| 2020: 1.5 %               | 2020: n.a.  |

Der starke Fiskalimpuls trieb das BIP-Wachstum im zweiten und dritten Quartal 2018 an, aber es scheint, als verliere die Wirtschaft gegen Jahresende an Tempo. So startete die Industrieproduktion schwach ins letzte Quartal 2018. Die Aufträge für Gebrauchsgüter und die Stimmungsindikatoren deuten auf ein geringeres Produktionswachstum für die kommenden Monate hin. Bei den Investitionen schlagen sich die höheren Zinsen besonders im Immobilienmarkt nieder, wo sich die Indikatoren allgemein schwach zeigen. Die Konsumentenstimmung bleibt optimistisch, da die Löhne steigen und die Arbeitslosigkeit sinkt, aber das schnelle Konsumwachstum dürfte nicht nachhaltig sein. Angesichts des verpuffenden Fiskalimpulses prognostizieren wir für 2019 ein BIP-Wachstum auf durchschnittlich 2.3% – weiterhin über dem Potenzial, aber unter der Konsensus-Prognose. Dieser spätzyklische Abschwung dürfte bis 2020 anhalten, weil bei den inländischen Wachstumstreibern im verschärften Finanzumfeld allmählich die Dynamik nachlässt. Zudem dürfte die globale Nachfrage durch den Abschwung in China weiter abnehmen.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019: 1.8 %               | 2019: 2.3 % |
| 2020: 2.1 %               | 2020: n.a.  |

Der schwankende Rohölpreis hinterlässt Spuren in der Inflationsdynamik. Die Gesamtinflation stieg im Oktober auf 2.5%, wird aber bis Jahresende schnell wieder sinken. Der negative Energie-Basiseffekt wird bis 2019 anhalten und die Inflation fast das ganze Jahr über unter 2% halten. Die Kerninflation schwächte sich durch die Dienstleistungen leicht ab, aber wohl nur vorübergehend. Am Arbeitsmarkt und in der Firmenwelt deutet alles auf steigenden Lohndruck hin. Dies dürfte sich in den Verbraucherpreisen niederschlagen und den Aufwärtstrend der Kerninflation aufrechterhalten. Ein eskalierender Handelsstreit und ein erneuter Ölpreisanstieg bedeuten Prognoserisiken gegen oben für die kommenden zwei Jahre.

## Eurozone

### Erholung im letzten Quartal

#### BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019: 1.3 %               | 2019: 1.7 % |
| 2020: 1.1 %               | 2020: n.a.  |

Eingehende Daten bestätigen, dass das Wirtschaftsmomentum gegen Ende 2018 weiter nachgelassen hat. Unser auf dem Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe beruhendes Modell weist auf ein Wachstum für das vierte Quartal von 0.3% hin. Im Moment ignorieren wir das Modell und gehen von einem stärkeren Anstieg im vierten Quartal aus. Die BIP-Zahlen aus Deutschland wurden im dritten Quartal durch die gebeutelte deutsche Autoindustrie verzerrt, was zu einem untypisch schlechten Nettohandelsergebnis führte. Die Exporte nahmen stark ab und die Importe verzeichneten ein ordentliches Wachstum. Es dürfte sich aber um ein vorübergehendes Phänomen handeln, der Trend zeigt im laufenden Quartal wieder nach oben. Derweil trüben der Brexit und der Streit um Italiens Haushalt mit der EU-Kommission die Stimmung und könnten Investitionsvorhaben von Unternehmen verzögern. In Italien haben die Kreditkosten im Privatsektor bereits zu steigen begonnen. Gemäss jüngsten Prognosen erwartet die OECD, dass die Fiskalpolitik in den nächsten drei Jahren leicht positiver zum Wachstum beitragen wird als zwischen 2016 und 2018.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019: 1.6 %               | 2019: 1.7 % |
| 2020: 1.5 %               | 2020: n.a.  |

Die jüngste Bewegung des Ölpreises bestätigt, dass der Anstieg der Gesamtinflation in der Eurozone nur temporär war. So sieht sich die EZB nicht gezwungen, ihre Geldpolitik schneller zu normalisieren. Ja, die Inflation liegt derzeit bei 2.2% und somit über dem Ziel der Zentralbank von „nahe bei, aber unter 2%“. Es stimmt auch, dass die Inflation in 14 der 19 Mitgliedstaaten derzeit bei über 1.8% steht. Wichtig ist aber, dass die Energiekomponente des Konsumentenpreisindex im Oktober 1.0% zur jährlichen Inflationsrate der Eurozone von 2.2% beitrug – dies aufgrund des steigenden Ölpreises in den zwölf Monaten bis Oktober. Seither sank der Rohölpreis so heftig, dass die Inflation schon Ende 2018 wieder auf unter 2% zu stehen kommt.

## UK Das Endspiel

### BIP-Wachstum

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

Wie erwartet, zeigte sich das BIP-Wachstum im dritten Quartal dank günstigen Wetterbedingungen stark. Verglichen mit dem Vorquartal legte das BIP 0.6% zu, so schnell wie seit sieben Quartalen nicht mehr. Der starke, durch schönes Wetter und die Fussball-WM, begünstigte Privatkonsum im Juli wird sich in absehbarer Zeit nicht wiederholen. Die ansehnliche Entwicklung verschleiert das schwächelnde zugrunde liegende Momentum. Schätzungen des britischen Statistikamts zufolge stagnierte das BIP im August und September. Ausserdem trugen die Unternehmensinvestitionen das dritte Quartal in Folge negativ zum Wachstum bei. Daten zum laufenden Quartal zeigen, dass die Dynamik gar weiter abgenommen hat: Die Einzelhandelsumsätze schrumpften zwei Monate in Folge, und die Einkaufsmanagerindizes deuten auf schwächeres Momentum im Produktions-, Bau- und Dienstleistungssektor hindeuten. Weiterhin bleibt ein „blinder Brexit“ das wahrscheinlichste Szenario für März 2019. Das britische Parlament wird einem Vertrag mit der EU zustimmen, bei dem die meisten Details erst in einer langen Übergangsperiode geregelt werden. Aber das Risiko eines „No Deal“-Brexit bleibt bis März 2019 hoch.

### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019: 2.1 %               | 2019: 2.2 % |
| 2020: 2.0 %               | 2020: n.a.  |

Die Inflationszahlen überraschten im Oktober im zweiten Monat in Folge negativ und die tieferen Energiepreise lassen ein weiteres Abwärtsrisiko für den kurzfristigen Ausblick vermuten. Die Inflation dürfte bis Jahresende auf 2.2% fallen, deutlich tiefer als die 3% zum Jahresbeginn. Wir erwarten eine Stabilisierung der Inflation – dies auch im Falle einer extremen Brexit-Lösung. Ein „No Deal“-Szenario würde die Konjunktur zeitweilig schwächen, die Preissetzungsmacht der Inlandsanbieter belasten und das Lohnwachstum dämpfen. Dies würde den Effekt der höheren Importpreise ausgleichen, sollte sich das Pfund in einem Krisenfall erneut abwerten.

## Schweiz Dünnere Auftragsbücher

### BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019: 1.2 %               | 2019: 1.8 % |
| 2020: 1.3 %               | 2020: n.a.  |

Die BIP-Zahlen zum dritten Quartal werden nach Redaktionsschluss am 29.11. publiziert. Wir gehen davon aus, dass das BIP gegenüber dem Vorjahr um 2.8% zulegte. Die Wirtschaft hat seit Frühling an Momentum verloren. Jüngste Daten des Branchenverbands Swissmem deuten darauf hin, dass die Neuaufträge im Quartalsvergleich saisonbereinigt 12% einbüssten. Laut Swissmem werden über 80% der Produktion seiner Mitglieder ins Ausland verkauft. Während die tieferen Aufträge in den MEM-Sektoren die schwächelnde Wachstumsdynamik in der Weltwirtschaft widerspiegeln, durchläuft auch der inländische Konsum eine Schwächephase: Der Einzelhandel stagniert und die Autoverkäufe fielen gegenüber dem ersten Halbjahr um 9%. Die Autoverkäufe dürften sich erholen, sobald Dieselfahrzeuge, die den neuen Emissionsstandards entsprechen, auf den Markt kommen. Andere Flauten dürften jedoch anhalten und das Wachstum nächstes Jahr belasten. Vorsicht ist auch geboten, weil die Zuwanderung die Konjunktur nicht mehr so stark ankurbelt: Verglichen mit 2013 bis 2015 werden dieses Jahr unter dem Strich rund 33 000 Menschen weniger in die Schweiz einwandern.

### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019: 0.7 %               | 2019: 1.0 % |
| 2020: 0.7 %               | 2020: n.a.  |

Der stark rückläufige Spotmarktpreis für Öl und seine Derivate seit Anfang Oktober schlägt sich nur verzögert in den Einzelhandelspreisen für Heizöl und Benzin nieder. Je schneller die Transportkapazität auf dem Rhein steigt, desto schneller sinkt die Gesamtinflation. Die Inflation dürfte im Dezember auf unter 1% fallen. Da der Detailhandel aufgrund der Online-Angebote und neuer Mitbewerber stark unter Druck steht, bleibt die Preissetzungsmacht beschränkt. Zudem dürften die Mieten in den kommenden Quartalen zurückgehen. Mit fast 20% Anteil am Konsumentenpreisindex tragen stabile oder gar sinkende Mietkosten dazu bei, den Inflationsdruck zu deckeln.

## Japan Wachstum weiter volatil

Das Wachstum erreichte in Japan 2017 sein zyklisches Hoch und dürfte in den kommenden zwei Jahren abnehmen. Die Geldpolitik wird keine zusätzliche Hilfe leisten und der stärkste Wachstumsschub durch den steigenden Anteil erwerbstätiger Frauen liegt wohl hinter uns. Das Wachstum dürfte jedoch über dem Potenzial liegen, da steigende Löhne und tiefe Zinsen das Konsum- und Investitionsumfeld begünstigen. Nach den Naturkatastrophen im dritten Quartal wird das Wachstumsprofil auch in den kommenden Quartalen volatil zeigen. Die Konsumenten werden ihre Anschaffungen langlebiger Konsumgüter noch vor der Anhebung der Konsumsteuer im Oktober tätigen, was einen harzigen Start ins 2020 zur Folge haben wird. Der Fiskalimpuls zur Abfederung des Steuerschocks ist ein zusätzlicher Joker für die Prognose. Über den Prognosezeitraum bleibt die Kernrate der Teuerung niedrig. Der jüngste Anstieg der Gesamtinflation, angeführt von den Nahrungsmitteln und der Energie, wird sich als temporär herausstellen.

## China Weitere Lockerungsmassnahmen

Durch den Handelsstreit droht der Druck auf Chinas bereits lahrende Wirtschaft infolge des inländischen Schuldenabbaus im vergangenen Jahr zu steigen. Deshalb konzentrieren sich die Entscheidungsträger nun auf Wachstumsinitiativen, auch in der Geld- und Fiskalpolitik. Die jüngsten Anlageinvestitionen zeigen, dass das Infrastrukturprogramm zu greifen beginnt, aber die Einzelhandelsumsätze und das Kreditwachstum enttäuschten. Zusammen mit dem erwarteten Exportrückgang 2019 deutet dies auf eine weitere Abschwächung der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt im kommenden Jahr hin. Es bestehen nur wenige Zweifel, dass China seine Stimulierung in den kommenden Monaten erhöhen wird. Der Umfang dieser Massnahmen hängt von den eingehenden Daten und der künftigen US-Handelspolitik ab. Am Rande des G20-Gipfels in Argentinien Ende November wollen Chinas Präsident Xi und US-Präsident Trump ihre Handelsbeziehungen besprechen. Zum Zeitpunkt dieser Publikation war der Ausgang des Treffens noch un-

## 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.