

### Änderungen seit dem letzten Monat (ursprüngliche Prognose in Klammern)

|          | BIP 2010 |        |           |        | BIP 2011 |        |           |        | KPI 2010 |         |           |         | KPI 2011 |        |           |        |
|----------|----------|--------|-----------|--------|----------|--------|-----------|--------|----------|---------|-----------|---------|----------|--------|-----------|--------|
|          | SLAM     |        | Konsensus |        | SLAM     |        | Konsensus |        | SLAM     |         | Konsensus |         | SLAM     |        | Konsensus |        |
| USA      | 3.2%     | (3.5%) | 3.3%      | (3.2%) | 2.5%     |        | 3.1%      |        | 1.9%     | (2.1%)  | 2.0%      | (2.1%)  | 2.0%     |        | 1.9%      |        |
| Eurozone | 0.9%     | (1.0%) | 1.1%      | (1.2%) | 1.3%     | (1.6%) | 1.5%      |        | 1.3%     | (1.2%)  | 1.3%      | (1.2%)  | 1.2%     | (0.9%) | 1.4%      |        |
| Japan    | 3.1%     | (2.4%) | 2.4%      | (2.2%) | 1.2%     | (1.3%) | 1.7%      | (1.6%) | -0.7%    | (-0.4%) | -1.0%     | (-1.1%) | 0.0%     | (0.1%) | -0.2%     |        |
| UK       | 1.1%     | (1.3%) | 1.3%      |        | 1.5%     | (1.8%) | 2.3%      |        | 2.9%     | (2.3%)  | 2.9%      | (2.7%)  | 2.4%     | (0.6%) | 1.8%      | (1.7%) |
| Schweiz  | 2.0%     | (2.1%) | 1.9%      | (1.8%) | 1.6%     |        | 1.9%      |        | 1.2%     | (1.1%)  | 1.0%      |         | 0.8%     |        | 1.0%      | (1.1%) |

#### USA – Arbeitsmarkterholung

##### BIP Wachstum

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
| 2010: 3.2%                  | 2010: 3.3% |
| 2011: 2.5%                  | 2011: 3.1% |

Über die letzten vier Wochen haben die makroökonomischen Daten mehrheitlich positiv überrascht. Auch wenn dies im Zuge der Schuldenkrise unter den Anlegern nicht auf fruchtbaren Boden gefallen ist, so bestätigten die Daten die Nachhaltigkeit aber auch die unterschiedlichen Gangarten der Erholung in den entwickelten Volkswirtschaften. Einmal mehr weisen die USA eine höhere Dynamik auf. Auch wenn das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal leicht unter unserer Schätzung war, so wies das Wachstum eine gesunde Zusammensetzung auf und illustrierte die Ausbreitung der Erholung über die Sektoren. Der Anteil der Konsumausgaben am Wachstum war doppelt so hoch wie im vierten Quartal. Die aufgestaute Konsumlust konnte sich dank besserer Arbeitsmarktdaten und guten Einkommensaussichten entfalten. Der deutliche Beschäftigungszuwachs im April und die Rückkehr vormals entmutigter Arbeitnehmer zur Erwerbsbevölkerung, was die Arbeitslosenrate temporär zum Ansteigen brachte, stärken den Ausblick für die Konsumbereitschaft. Hatten wir im Schnitt einen Zuwachs von 250.000 Stellen im zweiten Quartal erwartet, so ist der tatsächliche Zuwachs bisher deutlich höher. Die Arbeitslosenrate sollte bis Jahresende auf 9.0% oder sogar darunter fallen von derzeit 9.9%. Die Zentralbanker veranschlagen die natürliche Arbeitslosenrate bei 5.0% bis 5.3%. Sollte diese NAIRU in diesem Zyklus aufgrund permanenten Jobabbaus gestiegen sein, läuft die Zentralbank Gefahr, zu lange an der Nullgrenze für den Leitzins zu sitzen. Obwohl die Ausgaben

für Ausrüstungsinvestitionen in dieser Erholung eher zurückhaltend getätigt wurden, deutet der Bestelleingang für dauerhafte Güter keinen erneuten Einbruch an. Der Industriesektor hat bereits eine deutliche Erholungsphase durchlaufen und die Einkaufsmanagerindices sind auf Rekordniveau und dürften sich jetzt dann nivellieren. Die Subkomponente des Index zur Beschäftigung erreichte ein 6-Jahres-Hoch von 59.8 auf 58.5 im April. Der deutliche Angebotsüberhang neuer Häuser am Immobilienmarkt hat sich stark reduziert und ist unter das langjährige Mittel gefallen. Hauskäufer haben noch schnell vor Auslaufen der Steuererleichterungen die Kaufverträge unterschrieben, auch wenn der Kauf noch bis Ende Juni Zeit hat, um unter Dach und Fach gebracht zu werden. Dies wird die Verkaufszahlen auch über die kommenden Monate stützen. Wir gehen davon aus, dass es auch nach Auslaufen der Kaufanreize kein Einbruch der Zahlen geben wird. Der befürchtete starke Einbruch bei den Autoverkaufszahlen fiel ebenfalls aus.

##### Inflation

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
| 2010: 1.9%                  | 2010: 2.0% |
| 2011: 2.0%                  | 2010: 1.9% |

Der ausgeprägte saisonale Faktor der Benzinpreise im April führte zu einem stark negativen Beitrag dieser Komponente im KPI und liess die allgemeine Inflationsrate auf ein Niveau von 2.2% zurückfallen. Darüber hinaus sind die Preise für Industrierohstoffe deutlich gefallen über die letzten Wochen. Trotz einer Arbeitsmarkterholung und steigender Auslastungsgrade in der Industrie sind wir noch weit von Niveaus entfernt, die zu stärkerem Preisdruck führen würden.

Quelle für Konsensusschätzung: Consensus Economics Inc. London, 10. Mai 2010

### Eurozone – Fiskalische Zwangsjacke

#### BIP Wachstum

| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
|-----------------------------|------------|
| 2010: 0.9%                  | 2009: 1.1% |
| 2011: 1.3%                  | 2010: 1.5% |

Angesichts drastischer Fiskalmassnahmen droht einigen Peripherieländern ein Rückfall in die Rezession. Die Risiken zu unserer Prognose kommen von der Wirtschaftspolitik und nicht aus dem Privatsektor. Die Peripherieländer sind nicht nur aufgrund der Konjunktur oder der verantwortungslosen Fiskalpolitik in die Schuldenfalle geraten, sondern sie müssen strukturelle Defizite lösen wie beispielsweise überhöhte Lohnstückkosten die zu Lasten der Wettbewerbsfähigkeit gehen. Rein aus der Sicht des Wachstums kann diese Schwäche der Peripherieländer durch starke Wirtschaftsaktivität der Kernländer kompensiert werden. Export-orientierte Sektoren profitieren nämlich von tiefen Zinsen und der Euro Schwäche. Die Unternehmerstimmung als auch die Realdaten sind denn auch sehr robust geblieben. Die Auftragsbücher sind gut gefüllt, die Einkaufsmanagerindices klettern höher und in vielen Ländern setzt eine Erholung am Arbeitsmarkt ein. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird die spanische Volkswirtschaft, mit einem Anteil von 12% an der EWU Wertschöpfung, das Zünglein an der Waage sein. Der private Sektor in Spanien muss Schulden abbauen und das Verhältnis von Häuserpreisen zu Einkommen ist noch immer überzogen. Vor dem Hintergrund restriktiver Fiskalpolitik haben wir unsere Prognose für beide Jahre etwas gesenkt.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
|-----------------------------|------------|
| 2010: 1.3%                  | 2010: 1.3% |
| 2011: 1.2%                  | 2011: 1.4% |

Eine Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes, die in Griechenland bereits durchgeführt wurde und in Spanien und Finnland geplant ist, wird ein einmaliges Ansteigen des Preisniveaus zur Folge haben, verteilt über einige Monate in denen die Unternehmen die höheren Kosten auf die Konsumenten überwälzen. Diese Steuererhöhung und der schwache Euro stellen ein Risiko für unsere Inflationsprognose dar. Dennoch werden die Inflationszahlen bis Ende des Jahres nach unten tendieren.

### Japan – Keine grosse Änderung im Politsystem

#### BIP Wachstum

| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
|-----------------------------|------------|
| 2010: 3.1%                  | 2009: 2.4% |
| 2011: 1.2%                  | 2010: 1.7% |

Japan hat den deutlichsten Erholungskurs eingeschlagen. Gemäss letzten offiziellen Daten, ist die Wirtschaft mit erstaunlichen 4.9% im ersten Quartal gewachsen. Dies hat eine deutliche Aufwärtsrevision unserer Prognose für das laufende Jahr zur Folge. Solch ein Leistungsausweis sicherte jeder Regierung der Welt eine hohe Popularität. Nicht so in Japan. Premierminister Hatoyama musste zurücktreten aufgrund Enttäuschungen in anderen Bereichen als der Wirtschaft. Institutionelle Änderungen scheinen in Japan nur schwer durchsetzbar. Hatoyama wird wohl durch Finanzminister Kan ersetzt, der Fiskalreformen befürwortet und eine Erhöhung der Konsumsteuer unterstützt. Wie in anderen Ländern auch wird diese Fiskalkonsolidierung zu tieferen Wachstumsraten führen. Wir haben somit einen Wachstumsausblick der unter dem Konsensus liegt. Momentan ist noch immer eine Verbesserung der realwirtschaftlichen Daten zu konstatieren, unter anderem auch der Arbeitseinkommen und Konsumausgaben. Die Zuversicht in der Industrie bleibt im zweiten Quartal ungebrochen und der Einkaufsmanagerindex stieg sowohl im April als auch Mai an.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Management | Konsensus   |
|-----------------------------|-------------|
| 2010: -0.7%                 | 2010: -1.0% |
| 2011: 0.0%                  | 2011: -0.2% |

Die letzte verfügbare Inflationszahl bezieht sich auf den Monat April und lag unterhalb unserer Erwartungen. Folglich müssen wir unsere Prognose leicht nach unten korrigieren. Der Rückgang der Konsumentenpreise wurde verschärft durch eine Senkung der Hochschulgebühren. Dies bedeutet, dass unsere Sicht von nachlassendem Abwärtsdruck auf das Preisniveau nicht in Frage gestellt wird. In der Zwischenzeit besteht ein Aufwärtsrisiko für die nächstjährige Prognose für den Fall, dass es tatsächlich eine Anhebung der Konsumsteuer geben würde.

### UK – Revision der Inflationsprognose nach oben

#### BIP Wachstum

| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
|-----------------------------|------------|
| 2010: 1.1%                  | 2010: 1.3% |
| 2011: 1.5%                  | 2011: 2.3% |

Die beeindruckend schnelle Bildung der Koalitionsregierung widerlegte die Befürchtungen eines Schwebeparlaments. Während die fiskalische Konsolidierung unabdingbar ist für die neue Regierung, ist noch unklar wie diese erreicht werden soll. Während des Wahlkampfes plädierte die neue Regierung für Ausgabenkürzungen des Staates. Der Schatzkanzler wird am 22. Juni ein Notfallbudget präsentieren. Momentan scheint er noch eine 80/20 Regel zu befürworten, welche 80% Kürzungen der öffentlichen Gelder bedeutete und 20% durch Steuer-massnahmen. Die Steuer-massnahmen beinhalten eine Anhebung der Mehrwertsteuer auf 20% nächstes Jahr. Bis dorthin dürfte die Erholung an Schwung gewinnen. Diese Einschätzung basiert auf einem rekordhohen Einkaufsmanagerindex, verbesserte Arbeitsmarktdaten und Hauspreis-inflation, die schon wieder bei 10% zu liegen kommt. Die Wirkung der Fiskalschraube wird im nächsten und den darauffolgenden Jahren zu spüren sein. Die Konsensusprognose wird wohl auch nach unten revidiert werden müssen.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
|-----------------------------|------------|
| 2010: 2.9%                  | 2010: 2.9% |
| 2011: 2.4%                  | 2011: 1.8% |

Eine deutliche Aufwärtsrevision unserer Prognose ist unumgänglich. Wir haben ausserdem eine Erhöhung der Mehrwertsteuer eingebaut auch wenn der zeitliche Rahmen der Anhebung bis zum 22. Juni unbekannt bleibt. Wir gehen davon aus, dass 2/3 der Erhöhung auf die Konsumenten überwältigt wird. Entsprechende Preiseffekte haben wir für das erste Quartal 2011 berücksichtigt.

#### Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department Swiss Life Asset Management AG Zürich

Swiss Life Asset Management hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Management 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. **Haben Sie Fragen an uns, oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren? Senden Sie ein E-Mail an: [info@sl-am.com](mailto:info@sl-am.com). Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.sl-am.com](http://www.sl-am.com)**

### Schweiz – Schwacher Euro belastet Exporte zum Teil

#### BIP Wachstum

| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
|-----------------------------|------------|
| 2010: 2.0%                  | 2010: 1.9% |
| 2011: 1.6%                  | 2011: 1.9% |

Das BIP-Wachstum von 0.4% im ersten Quartal lag unter unserer Erwartung von 0.7%. Dennoch bleibt der Revisionsbedarf für unsere Prognose zum Gesamtjahr 2010 gering, da die offiziellen Daten für das Schlussquartal 2009 angehoben wurden. Der Ausblick bleibt unverändert, da wir bereits früher einen dämpfenden Einfluss der Massnahmen zur fiskalpolitischen Konsolidierung in Europa in unser Basisszenario aufgenommen hatten. Entsprechend finden wir uns seit Anfang Jahr am unteren Rand der verfügbaren Prognosen zum Wachstum für 2011 wieder. Zusätzliche Risiken erwachsen Teilen der Schweizer Volkswirtschaft in Form des schwachen Euro. Gemäss dem neuen makroökonomischen Modell der OECD leiden Europas OECD-Mitgliedsländer ausserhalb der Währungsunion – wie Grossbritannien, Schweden und die Schweiz - am meisten unter der Abwertung der Währung ihres wichtigsten Handelspartners. Da überrascht es, dass die Angst vor einem schwachen Euro die Unternehmerstimmung bisher scheinbar kaum belastet. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) erreichte im Mai sogar einen neuen Rekordwert. Wie andernorts auch, erwarten wir dass dieser Indikator sich in den kommenden Monaten abzuschwächen beginnt.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Management | Konsensus  |
|-----------------------------|------------|
| 2010: 1.2%                  | 2010: 1.0% |
| 2011: 0.8%                  | 2011: 1.0% |

Der Teuerungsdruck aus höheren Preisen für Heizöl und Benzin schwächte sich als Folge der Korrektur an den Finanzmärkten in den letzten Wochen ab. Die fiskalpolitische Konsolidierung in Europa wird die deflationären Tendenzen erneut verstärken.

