

August 2019

## Kernaussagen

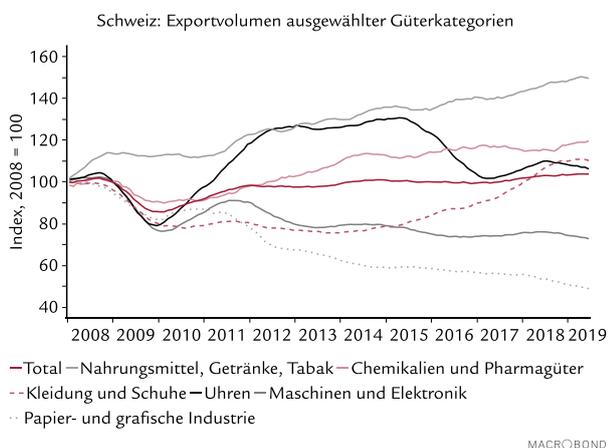
- Lockerere Finanzierungsbedingungen in den USA heben die Konsumentenstimmung
- Keine Anzeichen einer Verbesserung der Industrietätigkeit in Deutschland
- Sinkende Importpreise führen zu einer Abwärtskorrektur unserer Inflationsprognose für die Schweiz

## 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	2.4%	2.5%	1.8%	1.9%	1.8%	1.9%	2.2%	2.1%
Eurozone	1.0% ↓	1.1%	1.0% ↓	1.2%	1.3%	1.3%	1.5% ↓	1.4%
Deutschland	0.7% ↓	0.7% ↓	0.9% ↓	1.4%	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%
Frankreich	1.4% ↑	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.5% ↓	1.4%
Grossbritannien	1.2%	1.3% ↓	1.2%	1.3% ↓	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
Schweiz	1.1% ↓	1.3%	1.2% ↓	1.5%	0.6%	0.6%	0.7% ↓	0.6% ↓
Japan	0.7%	0.7% ↓	0.4%	0.3% ↓	0.6%	0.6%	1.0%	0.8% ↓
China	6.1%	6.2% ↓	6.0%	6.0%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 08.07.2019

## Grafik des Monats



Laut der Schweizer Zollverwaltung verzeichnete der Handel in beiden Richtungen neue Rekordhochs. Bei genauerer Betrachtung der Daten seit 2008 zeigt sich jedoch, dass die realen Gesamtexporte in über zehn Jahren nur 4% zugelegt haben. Haupttreiber waren Pharmaprodukte, insbesondere menschliches Plasma. Auch Nahrungsmittel und Getränke konnten insgesamt deutlich zulegen, dies ist jedoch mehrheitlich auf den weltweiten Versand von Kaffeekapseln zurückzuführen. Der jüngste Anstieg bei den Kleider- und den Schuhexporten ist zudem trügerisch: Er schliesst Rücksendungen unerwünschter Artikel durch Onlinekäufer mit ein. Die Maschinen- und die Papierproduktexporte brachen hingegen um über 25% ein.

## USA Aktienrally stützt Privatkonsum

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 2,4%	2019: 2,5%
2020: 1,8%	2020: 1,9%

Die Aussicht auf Leitzinssenkungen durch das Fed und die «Feuerpause» im Handelskonflikt zwischen den USA und China am G20-Gipfel führten bei Anleihen und Aktien zu einer Rally. Seit dem Höchststand zur Jahreswende lockerten sich die Finanzierungsbedingungen in den USA deutlich und gingen auf das Niveau vom September 2018 zurück. Diese Bewegungen spiegelten sich in der Konsumentenstimmung wider. Die Einschätzung der Konsumenten bezüglich ihrer künftigen finanziellen Situation erreichte jüngst den höchsten Stand seit 2004 – auch gestützt durch eine solide Reallohnzunahme. Folglich zog das Konsumwachstum im zweiten Quartal von einem eher tiefen Niveau zu Beginn des Jahres an und der Ausblick für die zweite Jahreshälfte bleibt günstig. Der Investitions- und Produktionszyklus in den USA bleibt hingegen auf einem Abwärtstrend. Die Industrieproduktion ging im zweiten Quartal erneut zurück und die Auftragsbücher sind im historischen Vergleich dünn. Die Stimmungsindikatoren in der Produktion dürften sich im Juli infolge der Fortschritte im Handelskonflikt erholen. Dennoch erwarten wir keine Wiederbeschleunigung der Industriedynamik, weil die handelspolitische Unsicherheit zurückkehren und die Unternehmensinvestitionen gedämpft bleiben dürften.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,8%	2019: 1,9%
2020: 2,2%	2020: 2,1%

Die US-Kerninflation stieg im Juni überraschend auf 2.1%, was die Erholung der marktbasieren Inflationserwartungen unterstützte. Die Zunahme war auf Kategorien (Kleidung, Gebrauchtwagen) zurückzuführen, die in vergangenen Monaten unerklärlich schwache Teuerung auswiesen. Die Kerninflation dürfte im August auf 2.2% klettern und sich dort bis Jahresende einpendeln. Derweil dürfte die Gesamtinflation im Juni ihren Tiefpunkt (1.6%) durchschritten haben und bis Jahresende dank positiven Beiträgen der Energie zunehmen.

## Eurozone Stotternder Wachstumsmotor

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,0%	2019: 1,1%
2020: 1,0%	2020: 1,2%

Wir senkten unsere Prognose für das durchschnittliche reale BIP-Wachstum für 2019 und 2020, insbesondere wegen unserem viel vorsichtigeren Ausblicks für Deutschland. Aufgrund der Grösse des Landes überschattet das Risiko einer leichten Rezession positive Trends anderswo in der Eurozone. Auch in Österreich hat sich der Wirtschaftsausblick klar verschlechtert, denn das Land ist externen Schocks ähnlich stark ausgesetzt wie Deutschland. In beiden Ländern haben die Hersteller in den letzten Jahren viele neue Jobs geschaffen, wobei ihnen der schwache Euro und tiefe Finanzierungskosten zugutekamen. Eine sinkende globale Nachfrage und Probleme in der europäischen Autoindustrie führen nun zu weniger Aufträgen. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für das verarbeitende Gewerbe tendieren seit mehreren Monaten nach unten und deuten in Deutschland seit Jahresbeginn und in Österreich seit Beginn des zweiten Quartals auf einen monatlichen Rückgang der Produktionstätigkeit hin. Auch in Italien wurde eine vorübergehende Rezession wieder wahrscheinlicher. Frankreich und die Niederlande scheinen den globalen Gegenwind hingegen weniger zu spüren. In beiden Ländern erholte sich die Konsumentenstimmung im zweiten Quartal und der PMI für das verarbeitende Gewerbe hält sich um die 50-Punkte-Wachstumsschwelle.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,3%	2019: 1,3%
2020: 1,5%	2020: 1,4%

Vor der Juli-Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) gab es Spekulationen, dass die EZB Anpassungen am Inflationsziel vornehmen könnte. Ob irgendwelche kosmetischen Änderungen am Inflationsziel von «knapp unter 2%» zu höheren Inflationserwartungen führen würden, sei dahingestellt. Im Grunde hat die EZB bereits ein symmetrisches Inflationsziel und sie hat stets betont, dass sie eine vorübergehende Inflationsüberschreitung akzeptieren würde.

## Deutschland Stagnation im zweiten Quartal

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0,7%	2019: 0,7%
2020: 0,9%	2020: 1,4%

Neue Daten zur Konjunktur im zweiten Quartal 2019 bestätigen frühere Aussagen der Bundesbank, dass die Konjunktur in der grössten Wirtschaft der Eurozone weiter abgeflaut ist. Deshalb senken wir unsere Wachstumsprognosen für 2019 und 2020. Verglichen mit dem ersten Quartal dürfte das Bauwesen im zweiten Quartal negativ zum Wachstum beigetragen haben. Vorausschauende Indikatoren im Produktionssektor deuten auf einen anhaltenden Rückgang der Industrieproduktion im dritten Quartal hin. Gemäss der aktuellen ifo-Umfrage erwarten die meisten Befragten des Industriesektors eine weitere Abnahme ihrer Produktion über die nächsten drei Monate. Aktuell liegt dieser Subindex auf seinem tiefsten Stand seit Dezember 2012. Der ifo-Geschäftsklimaindex deutet auf eine anhaltende Abschwächung in allen Sektoren in Deutschland hin. Ein bedeutender positiver Fiskalimpuls 2019 und eine solide Nachfrage der Privathaushalte dürften die Wirtschaft vor einer Rezession bewahren. Unsicherheiten im Welthandel trüben jedoch die Stimmung im Privatsektor weiter. Deutsche Firmen dürften mit einer Senkung der Investitionen und Beschäftigungspläne auf den Gegenwind reagieren.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,5%	2019: 1,5%
2020: 1,7%	2020: 1,6%

Die Konsumentenpreisstatistik bestätigt, dass die beschriebene Konjunkturabschwächung auf einen externen Schock zurückzuführen ist. Binnenmarktorientierte Dienstleister scheinen genügend Preissetzungsmacht zu haben. Die jährliche Inflation bei den Dienstleistungen steht bei 1.9%, wobei der Preisanstieg bei Autoreparaturen, sozialen Dienstleistungen, Bahnreisen und Ferienpaketen mehr als 3% betrug. Die Gesamtinflation überraschte in den korrigierten Juni-Zahlen primär aufgrund höherer Nahrungsmittelpreise positiv.

## Frankreich Gegen den Trend

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,4%	2019: 1,3%
2020: 1,2%	2020: 1,3%

Wie letzten Monat erklärt, spürt Frankreich den globalen Gegenwind weniger als andere europäische Länder wie Deutschland oder die Schweiz. Während die Industrieproduktion in Deutschland seit Mai 2018 um 3.7% abnahm, stieg sie in Frankreich um 4.0%. Das Geschäftsklima blieb im zweiten Quartal 2019 vergleichsweise robust: Die PMI verharrten in der verarbeitenden Industrie und im Dienstleistungssektor im expansiven Bereich. Gemäss Statistikamt INSEE erholte sich der Indikator für die Konsumentenstimmung bis zur Jahreshälfte weiter und überstieg erstmals seit April 2018 den langfristigen Durchschnitt von 100 Punkten. Die Arbeitslosenquote dürfte im zweiten Quartal 2019 weiter abgenommen haben – offizielle Arbeitsmarktdaten gibt es erst am 14. August. Mit etwas Verspätung im Vergleich zu anderen Mitgliedstaaten der Eurozone dürfte die Arbeitslosigkeit in Frankreich nun so tief liegen wie seit mehr als einem Jahrzehnt nicht mehr. Derweil nutzt Frankreich seinen gesamten finanzpolitischen Spielraum aus. Das Haushaltsdefizit dürfte in diesem Jahr 3.1% des BIP erreichen. Laut dem Juni-Bericht der EU-Kommission betrachtet Brüssel diesen möglichen Verstoss gegen den Wachstums- und Stabilitätspakt als «geringfügig und vorübergehend».

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,2%	2019: 1,2%
2020: 1,5%	2020: 1,4%

Die Arbeitsmarktreformen in Frankreich dürften das Lohnwachstum mittelfristig dämpfen. Tiefere Sozialbeiträge senken die Arbeitskosten für Unternehmen. Abhängig davon wie viel dieser Einsparungen an die Kunden weitergegeben wird, könnten unsere Inflationsprognosen zu hoch sein. Es bestehen jedoch auch Aufwärtsrisiken in Form eines erneuten Energiepreisanstiegs und, in geringerem Ausmass, steigender Importpreise angesichts eines schwächeren Euros gegenüber dem Dollar.

## Grossbritannien Ein angespannterer Arbeitsmarkt

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,2%	2019: 1,3%
2020: 1,2%	2020: 1,3%

Die Brexit-Unsicherheit lastet auch 2019 auf Konjunktur- und Stimmungsindikatoren. Daten zeigen, dass die britische Wirtschaft im zweiten Quartal abflaute, während Unternehmensumfragen auf ein verhaltenes Wachstum im restlichen Jahr hindeuten. Boris Johnson, der neue Premier, wird schon bald den Brexit-Deal neu verhandeln wollen. Mit nur drei Monaten Zeit und wenig Kompromissbereitschaft seitens der EU dürfte die Brexit-Ungewissheit zeitnah weiter steigen. Entgegen vielen Erwartungen blieb der britische Arbeitsmarkt bisher verschont oder profitierte gar vom Brexit-Streit. Obwohl das Beschäftigungswachstum 2019 abgenommen hat, verharrt die Arbeitslosenquote bei 3.8%, dem tiefsten Stand seit Mitte der 1970er. Der starke Rückgang der Nettomigration aus der EU seit dem Brexit-Referendum im Juni 2016 dürfte zur angespannten Arbeitsmarktlage beigetragen haben. Infolge stieg das jährliche Lohnwachstum jüngst auf 3.6%, den höchsten Stand seit der Finanzkrise. Dennoch dürfte die Bank of England nicht daran interessiert sein, die Geldpolitik zu straffen. Angesichts des unsicheren Wirtschaftsausblicks und der lockeren Geldpolitik im Ausland dürfte sie weiter abwarten und Tee trinken.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,9%	2019: 1,9%
2020: 2,0%	2020: 2,0%

Die Inflation war im Juni leicht höher als erwartet. Wir hoben deshalb die Ganzjahresprognose von 1.8% auf 1.9% an. Der Inflationsverlauf hängt von den Währungs- und somit den Brexit-Entwicklungen ab. Da viele negative Erwartungen bereits im Pfund eingepreist sind, erwarten wir keine grosse Abwertung. Dies dürfte die Aufwärtsrisiken bei der Inflation beschränken.

## Schweiz Doppelter Gegenwind

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 1,1%	2019: 1,3%
2020: 1,2%	2020: 1,5%

Die Schweiz ist von den Unsicherheiten im Welthandel besonders betroffen. Der Anteil der Exporte nach China am BIP beträgt 3.5% – mehr als in jedem anderen Industrieland. Die deutliche Konjunkturabschwächung in Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner der Schweiz, hinterlässt zusätzliche Spuren in den Auftragsbüchern der Firmen. Die rekordhohen Exportvolumen im zweiten Quartal sind deshalb mit Vorsicht zu geniessen (siehe S. 1). Auch wenn der Export boomte, der Höhepunkt dürfte vorbei sein. Der PMI für das verarbeitende Gewerbe fiel im zweiten Quartal in den Kontraktionsbereich. Sein Juni-Wert von 47.7 Punkten war der tiefste seit Oktober 2012. Demnach ist die Industrietätigkeit sogar unter das Niveau der Zeit nach dem Währungsschock von 2015 gefallen. Neben der schwächeren globalen Handelsdynamik dürfte die erneute Frankenaufwertung die Auslandsnachfrage belasten. Gegenüber dem Euro beträgt die Überbewertung des Frankens, traditionell gemessen, erneut 10%. Dies wird die Aktivität in alpinen Tourismusregionen, die mit Regionen in Österreich und Frankreich konkurrieren, dämpfen. Einkaufen im Ausland wurde für Schweizer Konsumenten ebenfalls attraktiver.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2019: 0,6%	2019: 0,6%
2020: 0,7%	2020: 0,6%

Der vorsichtige Tonfall der Zentralbanken in den USA und der Eurozone hat eine Aufwertung des Aussenwerts des Frankens zur Folge. Auf handelsgewichteter Basis hat der Franken seit Juli 2018 über 4% zugelegt. Zusammen mit den tieferen Energiepreisen führte dies in der Schweiz zwischen Jahresbeginn und Juni zu einer Abnahme des Produzenten- und Importpreisindex um 1.4%. Die Erwartung einer Weitergabe tieferer Importpreise an die Konsumenten führte zu einer Abwärtskorrektur unserer Inflationsprognose für 2020.

## Japan

### Kein Ende der Abenomics

Bei den Oberhauswahlen vom 21. Juli verlor Abes Koalition ihre qualifizierte Zweidrittelmehrheit. Abe erlitt somit bei seinem langfristigen Ziel einer Änderung der pazifistischen Verfassung einen herben Rückschlag. Für die Wirtschaft könnte das positiv sein, denn der Fokus der Regierung richtet sich wieder auf die Wirtschaftspolitik (Abenomics), für welche die Koalition in beiden Kammern eine komfortable Mehrheit besitzt. Nun steht im Oktober die umstrittene Erhöhung der Verbrauchssteuer von 8% auf 10% an, mit der das strukturelle Defizit reduziert werden soll. Auch wenn der negative Effekt auf den Konsum durch hohe Ausgaben abgefedert wird, ist der Zeitpunkt der Erhöhung unglücklich. Japans verarbeitende Industrie befindet sich nämlich im Abschwung. Dieser wird durch regionale Handelsspannungen verstärkt. Das jüngste Beispiel sind japanische Exportbeschränkungen für Chemikalien, die für die High-Tech-Branche Südkoreas essenziell sind. Insgesamt dürfte das BIP-Wachstum 2019 und 2020 unter dem Potenzial bleiben (0.7% bzw. 0.4%).

## China

### Konjunktur kühlt sich ab

Chinas Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal im Vorjahresvergleich um 6.2% (Q1 2019: 6.4%) – so langsam wie seit 27 Jahren nicht mehr. Grund dafür waren schwächere Exporte als Folge des Handelskonflikts und die gedämpfte Nachfrage der wichtigsten Handelspartner. Zudem führte eine schlechtere Stimmung zu verhaltenen Investitionen, besonders in der verarbeitenden Industrie. Die Konjunkturdaten überraschten im Juni hingegen positiv: Die Industrieproduktion, die Anlageinvestitionen und der Einzelhandel scheinen sich zu verbessern. Diese Erholung dürfte aber wegen Sondereffekten nicht nachhaltig sein: Die Einzelhandelsumsätze nahmen infolge eines Booms der Autoverkäufe zu, der auf grosse Rabatte im Hinblick auf den neuen Emissionsstandard per 1. Juli zurückzuführen war. Obschon China und die USA am G20-Gipfel Ende Juni eine Feuerpause vereinbart haben, bleiben künftige Verhandlungen schwierig. Beide Seiten sind sich über wichtige Fragen weiterhin uneins. Die Unsicherheit bezüglich neuer Zollandrohungen bleibt hoch.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**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](http://www.swisslife-am.com)



#### 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), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret und Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, die Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München und die 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.