



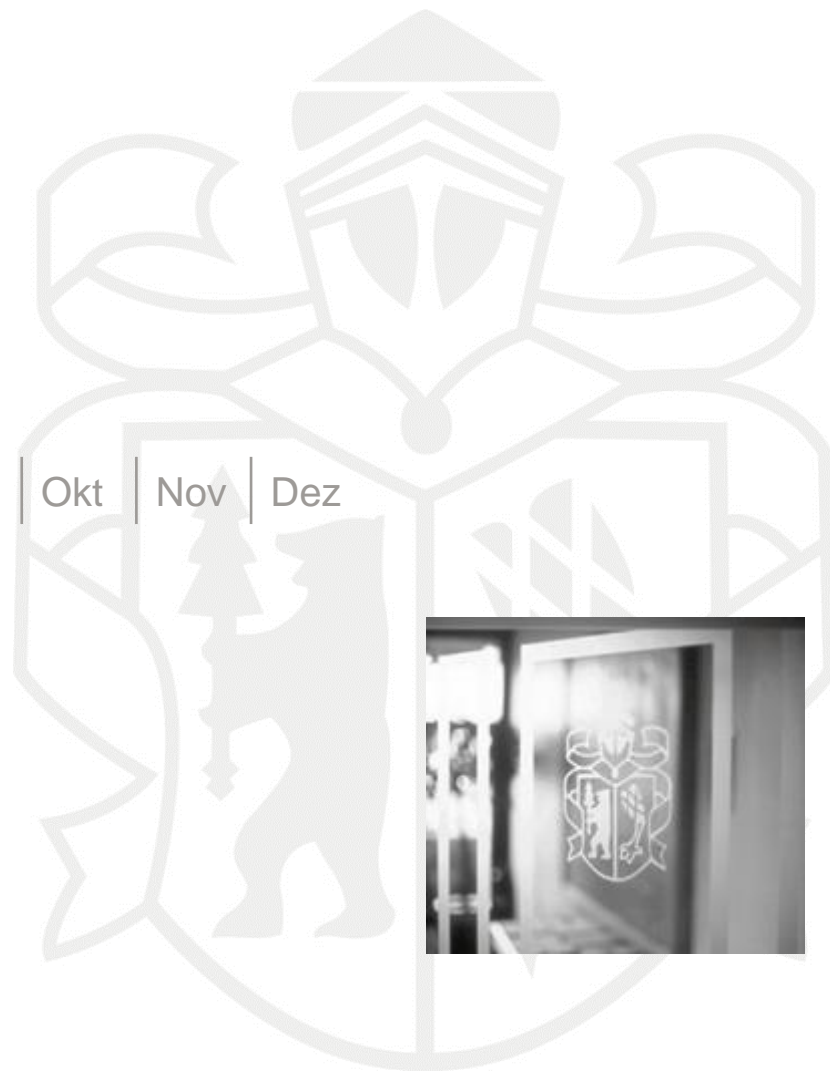
BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Makroausblick 2016

Jan | Feb | Mrz | Apr | Mai | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dez

Volkswirtschaft, 15.01.2016





Makroökonomischer Blick auf die Welt

EUROZONE

Die Eurozone bleibt auf ihrem moderaten Wachstumskurs. Die ultralockere Geldpolitik der EZB, der schwache Euro und der niedrige Ölpreis stützen. Wir erwarten daher, dass die Eurozone 2016 um 1,6 % wachsen wird. Neben den wirtschaftlichen Chancen sind jedoch zahlreiche politische Risiken im Auge zu behalten.

Für Deutschland erwarten wir ein BIP-Plus von 1,7 %. Spanien bleibt Wachstumstreiber (2,9 %), Frankreich (1,3 %) und Italien (1,0 %) hinken weiter hinterher.

USA

Die US-Wirtschaft hat im Schlussquartal 2015 an Schwung verloren. Der Industriesektor blieb schwach, Lagerbestände wurden abgebaut, die Exporte waren rückläufig. Das BIP-Wachstum könnte von annualisierten 2 % auf 1 % nachgegeben haben.

Der lebhafte Arbeitsmarkt sorgt allerdings weiterhin für robuste Konsum- und Bauausgaben. Für das laufende Jahr und für 2017 erwarten wir daher jeweils einen BIP-Anstieg von 2,6 %.

CHINA

Bislang hat die Wirtschaft kaum auf die seit 12 Monaten andauernden geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen reagiert. Der Außenhandel schrumpft. Die Geschäftsklimaindizes deuteten zuletzt sogar wieder nachlassende Aktivitäten an. Anleger reagierten enttäuscht. Landeswährung und Aktienmärkte gerieten unter erheblichen Abgabedruck.

Regierung und Notenbank müssen mehr tun, um die mittelfristigen Wachstumsziele von 6,5 % zu erreichen.

JAPAN

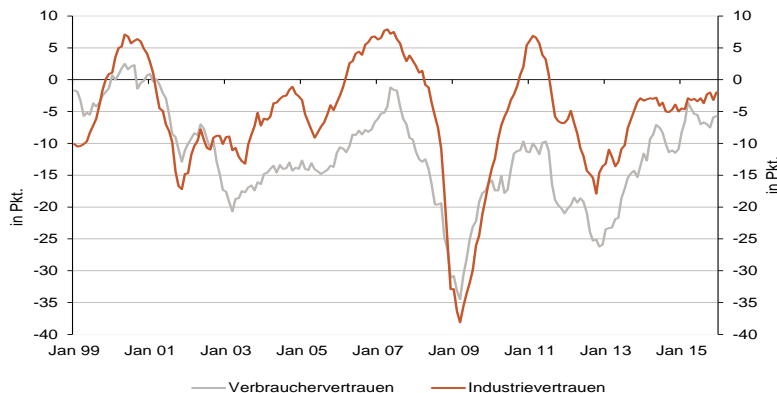
Japans Wirtschaft ist zurück auf einem zögerlichen Wachstumspfad. Da die Ausfuhren trotz der zurück liegenden Yen-Abwertung nicht mehr zulegen können, liegt die Hauptlast auf der Binnennachfrage.

Positive Geschäftsklimadaten bestätigen den Trend einer leichten Belebung in den kommenden Monaten. Die Regierung hat zudem konjunkturstimulierende Maßnahmen angekündigt. 2015 könnte das BIP um 0,7 % zugenommen haben.

Moderat aufwärts

- Das BIP ist im dritten Quartal mit 0,3 % QoQ etwas weniger als im Vorquartal (0,4 %) gestiegen. Abzuwarten bleibt, wie weit die Wachstumsabkühlung in China und in anderen Schwellenländern das Wirtschaftstempo in den Wintermonaten drücken wird. Derzeit halten wir den konjunkturellen Dämpfer für zeitlich und vom Ausmaß her begrenzt.
- Der niedrige Ölpreis und der schwache Euro sowie die ultralockere Geldpolitik der EZB werden das Wachstum weiter stützen. So haben sich Industrie- und Verbrauchervertrauen zuletzt aufgehellt.

Euroland Stimmungsindikatoren



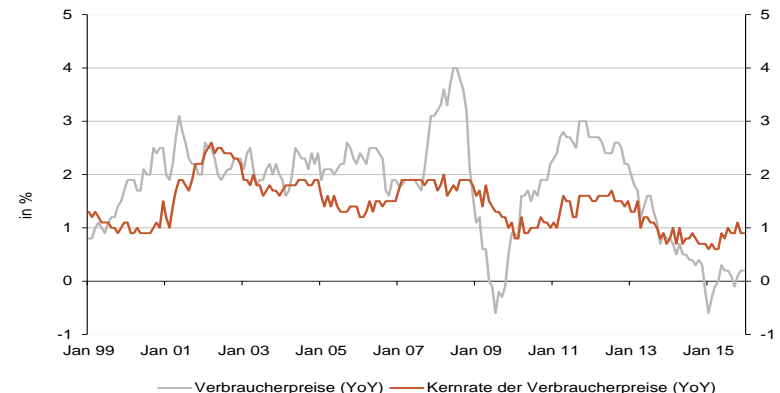
Quelle: Europäische Kommission.

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.12.2015

Sinkende Ölpreise: Deflationssorgen halten an

- Um einem anhaltenden Preisrückgang auf breiter Front (Deflation) vorzubeugen, hat die EZB im März 2015 mit dem Wertpapierankauf in großem Stil begonnen. Die anfänglichen Erfolge – die Inflation kletterte im Mai 2015 auf 0,3 % – werden seit letztem Sommer durch die erneut rückläufigen Ölpreise überschattet. So fiel die Inflationsrate im September wieder in den negativen Bereich zurückgefallen (–0,1 %).
- Aktuell zieht die Teuerung wieder leicht an (Dezember: +0,2 %). Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel liegt bei 0,9 %.

Euroland Verbraucherpreise



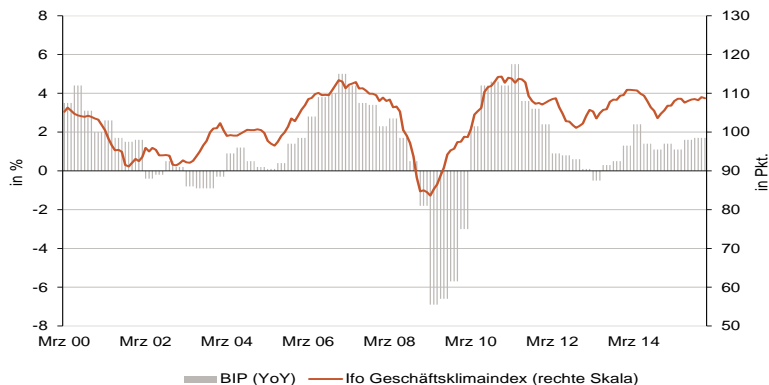
Quelle: Eurostat.

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.12.2015

Wirtschaft auf solidem Wachstumskurs

- Die deutsche Wirtschaft hat das schwierige außenwirtschaftliche Umfeld dank seiner robusten Binnennachfrage gut abgefedert und ist 2015 kalenderbereinigt um 1,5 % gewachsen.
- Zu Jahresbeginn könnte es noch leichte Bremsspuren bei den Investitionen und den Exporten geben. Allerdings sind die Auftragseingänge in der Industrie zuletzt wieder gestiegen.
- Wir erwarten, dass die Wirtschaft im Laufe des Jahres 2016 wieder stärker zulegen wird und im Jahresdurchschnitt um 1,7 % wachsen kann.

Deutsches BIP und Ifo Geschäftsklima



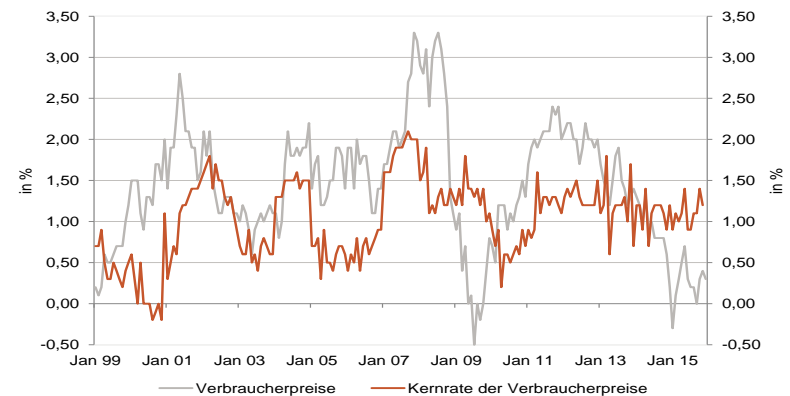
Quellen: Destatis, Ifo Institut.

Zeitraum: 31.03.2000 – 31.12.2015

Preisaufrtrieb bleibt gedämpft

- Der Rückgang der Ölpreise wirkt weiter preisdämpfend: Die Verbraucherpreise gingen im Dezember 2015 gegenüber dem Vormonat um 0,1 % zurück; im Vorjahresvergleich lag die Teuerung bei 0,3 % (November: 0,4 %).
- Im Jahresvergleich gingen die Energiepreise zwar „nur“ noch um 6,5 % zurück (November: –7,5 %). Dagegen hat sich der Preisanstieg für Nahrungsmittel aber wieder verringert (1,4 % nach 2,3 % im November). Dienstleistungen verteuerten sich erneut um 1,2 %.
- Bei steigenden Löhnen und anziehender Konjunktur erwarten wir für 2017 wieder Inflationsraten um 1 %.

Deutschland Verbraucherpreise



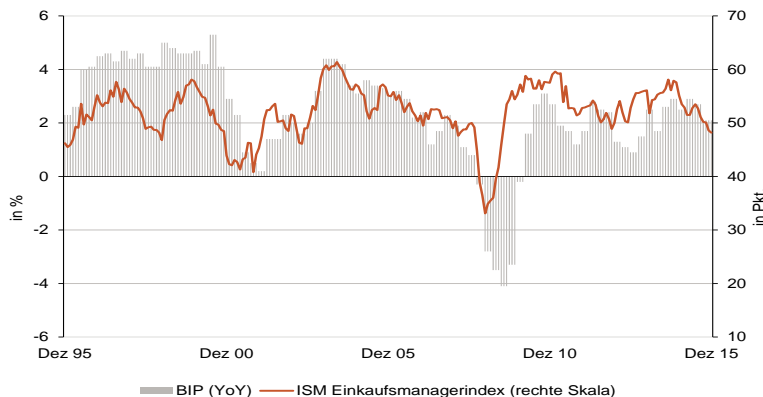
Quelle: Destatis, Eurostat.

Zeitraum: 31.01.1999 – 30.11./31.12.2015

Konjunkturtempo lässt nach

- Die US-Wirtschaft hat im Schlussquartal 2015 an Schwung verloren. Der Industriesektor blieb schwach, Lagerbestände wurden abgebaut, die Exporte waren rückläufig. Das BIP-Wachstum könnte von annualisierten 2 % auf 1 % nachgegeben haben.
- Konsum- und Bauausgaben bleiben angesichts eines lebhaften Arbeitsmarktes die tragenden Konjunkturkräfte.
- Insgesamt erwarten wir für das Jahr 2016 einen BIP-Anstieg von 2,6 % nach 2,5 % im Jahr 2015.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



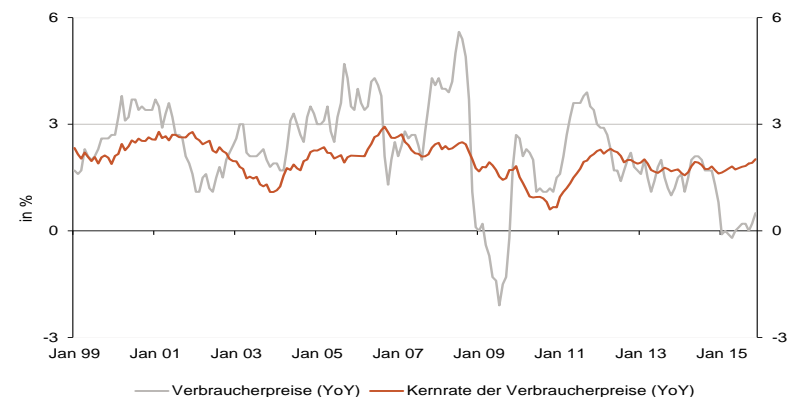
Quellen: BEA, ISM.

Zeitraum: 29.12.1995 – 31.12.2015

Die Fed hat geliefert

- Die Fed hat wie erwartet ihre Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 0,25 % bis 0,50 % angehoben. Die weiteren Schritte macht sie in erster Linie von der Inflationsentwicklung abhängig. Das Vollbeschäftigungsziel sieht sie mittlerweile als nahezu erreicht an. Wir erwarten im Jahr 2016 vier weitere Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte.
- Die Verbraucherpreise stiegen im November mit einer Jahresrate von 0,5 %. Die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) übertraf das Vorjahr um 2 %.

USA Verbraucherpreise



Quelle: BLS.

Zeitraum: 31.01.1999 – 30.11.2015

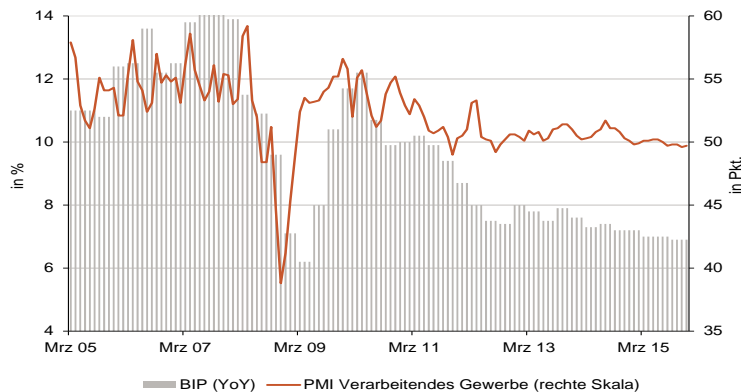
Finanzmärkte erleiden Schwächeanfall

- Bislang hat die Wirtschaft kaum auf die seit 12 Monaten andauernden geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen reagiert. Der Außenhandel schrumpft. Die Geschäftsklimaindizes deuteten zuletzt sogar wieder nachlassende Aktivitäten an. Anleger reagierten enttäuscht. Landeswährung und Aktienmärkte gerieten unter erheblichen Abgabedruck.
- Regierung und Notenbank müssen mehr tun, um die mittelfristigen Wachstumsziele von 6,5 % zu erreichen. 2015 dürfte das BIP um die 7 % zugelegt haben.

Zentralbank in Aktion

- Die Notenbank hat eine Entkoppelung des Yuan vom US-Dollar vollzogen. An dessen Stelle tritt ein Korb von 13 Währungen. Das könnte die zuletzt rekordhohen Kapitalabflüsse von wohl 160 Mrd. US-Dollar pro Monat begrenzen. Anhaltende Interventionen sind dennoch zu erwarten. Den negativen Auswirkungen auf die heimische Geldversorgung dürfte mit weiteren Lockerungsschritten entgegengewirkt werden.
- Die Regierung setzt auf vorgezogene Infrastrukturinvestitionen und eine höhere Neuverschuldung.

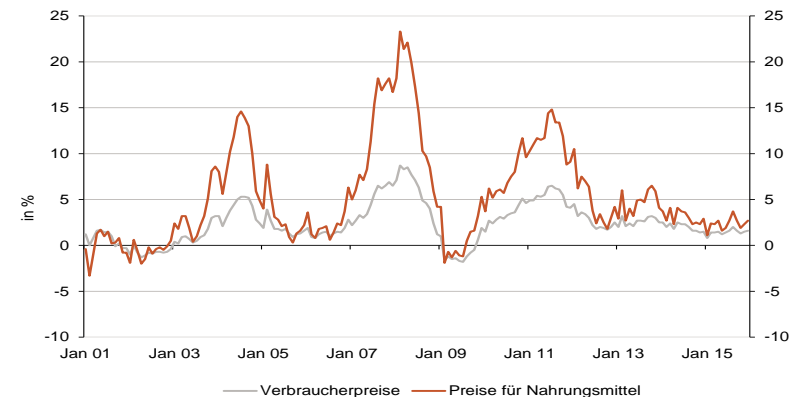
China BIP-Wachstum und PMI



Quellen: NBS, CFLB.

Zeitraum: 31.01.2005 – 31.12.2015

China Verbraucherpreise (YoY)



Quelle: NBS.

Zeitraum: 31.01.2001 – 31.12.2015

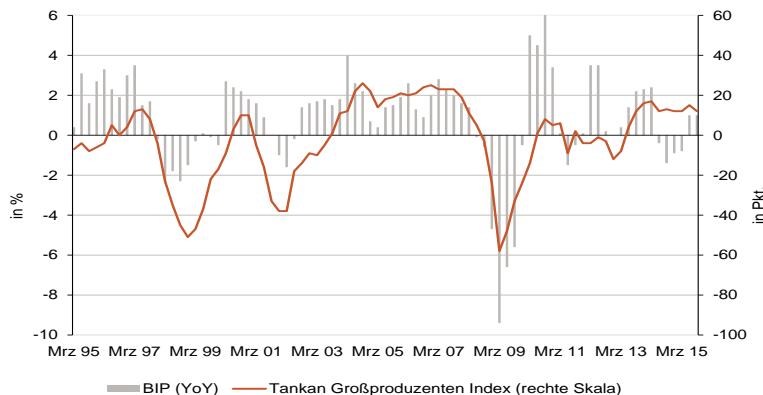
Zögerlich aufwärts

- Japans Wirtschaft ist zurück auf einem zögerlichen Wachstumspfad. Da die Ausfuhren trotz der zurück liegenden Yen-Abwertung nicht mehr zulegen können, liegt die Hauptlast auf der Binnennachfrage. Die Unternehmen weiteten ihre Investitionen zuletzt leicht aus.
- Positive Geschäftsklimadaten bestätigen den Trend einer leichten Belebung in den kommenden Monaten. Zudem hat das Parlament gerade einen Nachtragshaushalt für 2015 verabschiedet. Das BIP dürfte um 0,7 % zugenommen haben (2016: +1,0 %).

Inflationsziel verschoben

- Das Inflationsziel der Notenbank (2 %) dürfte in Kürze neu definiert und dabei nach unten angepasst werden. Denn: die Verbraucherpreise lagen zuletzt mit -0,1 % unter Vorjahresniveau. Ohne Nahrungsmittel und Energie wurde hingegen ein Anstieg von 1,2 % ausgewiesen.
- Die Bank of Japan hat klar gemacht, dass sie bei einer generellen Gefährdung ihres Preisziels zu weiteren Lockerungsschritten bereit ist.

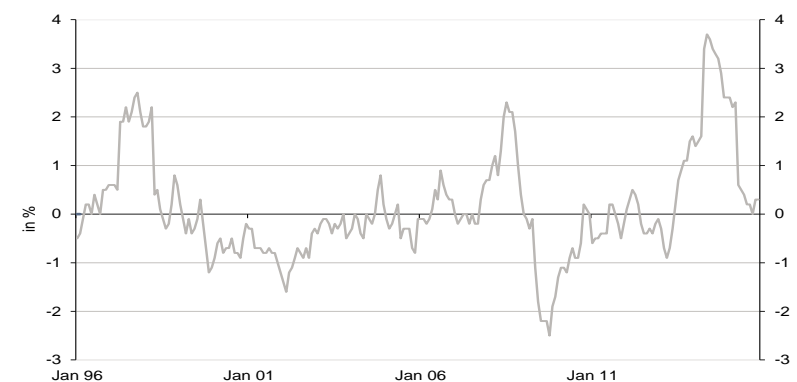
Japan BIP-Wachstum und Tankan Index



Quellen: ESRI, BoJ.

Zeitraum: 31.03.1995 – 30.09.2015

Japan Verbraucherpreise (YoY)



Quelle: MIC.

Zeitraum: 31.01.1996 – 30.11.2015

Russland

- Der Ölpreis fällt unter die psychologisch wichtige Marke von 30 US-Dollar pro Fass – und der Rubel springt von einem zum nächsten neuen 10-Jahrestief. Es kann aber sehr wohl noch weiter abwärts gehen. Interventionen der Notenbank werden damit wahrscheinlicher; sie werden eher unkonventionell sein.
- Das billige Öl ruiniert das Budget des Kremls. Dessen Notfallfonds dürften dieses Jahr aufgebraucht werden.

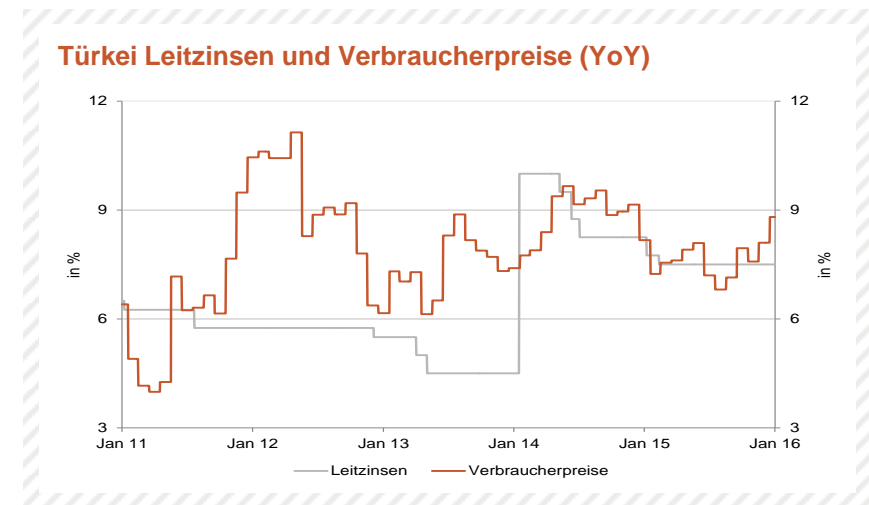


Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 14.01.2011 – 14.01.2016

Türkei

- Zu dem Krieg zwischen Regierung und kurdischen Rebellen im Südosten der Türkei kommt nun noch der Terroranschlag in Istanbul: Das politische Risiko ist weiterhin hoch am Bosphorus.
- Die russischen Sanktionen sind nun in Kraft getreten. Der Terroranschlag wird den Tourismus dämpfen. Darunter wird vor allem die Leistungsbilanz leiden. Nach zwei relativ stabilen Monaten startet die Lira deshalb schwächelnd in das neue Jahr.



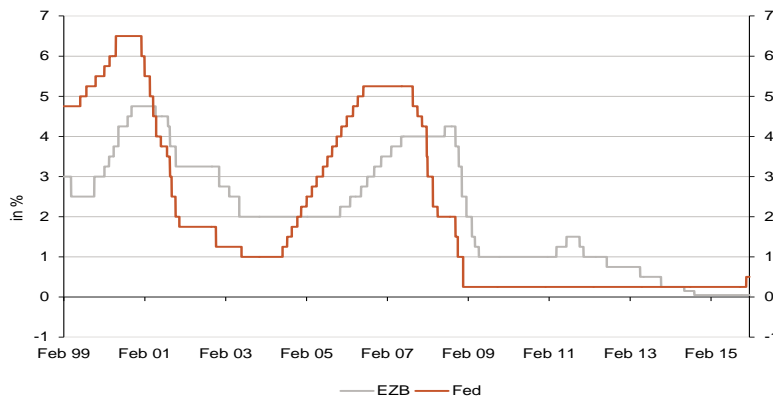
Quellen: TCMB, TÜIK.

Zeitraum: 14.01.2011 – 14.01.2016

Geldpolitik driftet auseinander

- Die EZB hat ihren Leitzins bei 0,05 % festgezurr und will nun mindestens bis März 2017 Anleihen in Höhe von 60 Mrd. Euro pro Monat kaufen. Darüber hinaus hat sie ihren Einlagesatz von $-0,20\%$ auf $-0,30\%$ gesenkt. Die Zinswende liegt in weiter Ferne (Ende 2017).
- In den USA ist die Zinswende dagegen erfolgt. Wie erwartet hat die Fed auf ihrer Sitzung im Dezember 2015 den Leitzins erstmals seit Ende 2008 von ihrem Nullzinsniveau um 25 Basispunkte (auf $0,25\%$ bis $0,50\%$) nach oben geschleust. Wir erwarten 2016 vier weitere Schritte nach oben um jeweils 25 Basispunkte.

Leitzinsen



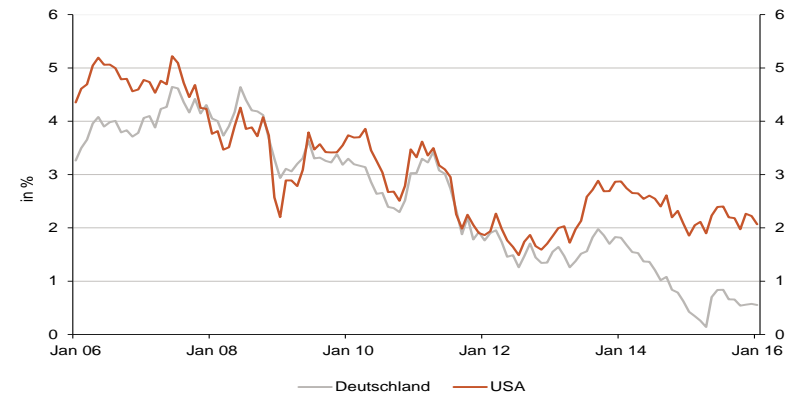
Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 01.02.1999 – 14.01.2016

Zinsen bleiben vorerst niedrig

- Das übergeordnete Bild bleibt aufgrund der ultraexpansiven Geldpolitik der EZB durch historisch niedrige Zinsen geprägt.
- Die Turbulenzen am chinesischen Aktienmarkt und die Sorgen um die Weltkonjunktur ließen die Zinsen am deutschen Rentenmarkt zuletzt wieder fallen. 10-jährige Bundesanleihen rentieren aktuell um $0,50\%$ und die Zinsen für Bundesanleihen sind in den Laufzeitbereichen bis sechs Jahre negativ.
- Mittelfristig sollten die Zinsen mit Blick auf die US-Zinswende und die fortschreitende konjunkturelle Erholung in der Eurozone moderat nach oben tendieren.

Renditevergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 14.01.2006 – 14.01.2016

Öl: so billig wie zuletzt vor 12 Jahren

- Die OPEC bleibt uneinig, wie die jüngst eskalierten Streitigkeiten zwischen Saudi-Arabien und dem Iran belegen. Es wird daher auf absehbare Zeit kaum zu Produktionskürzungen kommen. Auch in Russland bleibt das Förderniveau historisch hoch. Die US-Schieferöl-Produktion fällt hingegen bislang eher zögerlich.
- Anleger befürchten aufgrund Chinas Nachfrageschwäche und eines rückläufigen Treibstoffbedarfs in den USA ein länger anhaltendes Überangebot.
- Die Brent-Notierungen fielen daher auf den tiefsten Stand seit Mitte 2004.

Öl



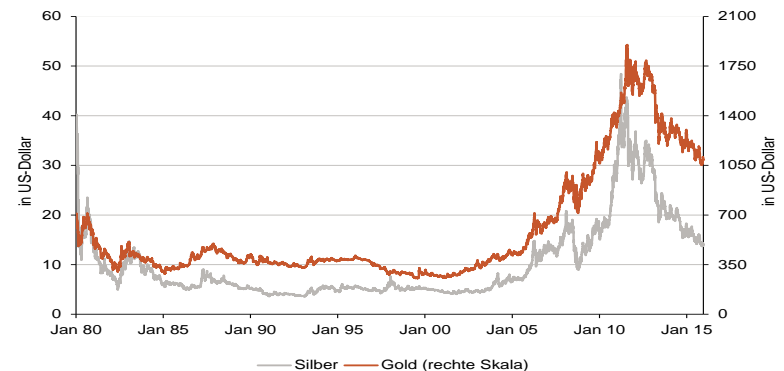
Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 16.01.2006 – 14.01.2016

Industriemetalle schwach, Gold relativ stabil

- Die Notierungen der Industriemetalle bleiben nach schwachen China-Daten unter Druck und markierten neue Mehrjahrestiefs. Erste Produktionseinschränkungen könnten mittelfristig die Preise stützen.
- Gold hat auf die China-Turbulenzen trotz angehobener US-Leitzinsen mit Kursaufschlägen reagiert. Mit 1.100 US-Dollar liegen die Notierungen derzeit in der Mitte der von uns favorisierten Preisspanne von 1.000 bis 1.200 US-Dollar je Unze.

Gold und Silber



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 31.01.1980 – 14.01.2016

Geldpolitische Divergenzen belasten den Euro

- Die äußerst lockere Geldpolitik wird sich wegen der immer noch sehr niedrigen Inflationsraten und des extremen Ölpreisverfalls weiter fortsetzen. Der Euro wird deshalb am Devisenmarkt mit Skepsis betrachtet. Wir sind etwas positiver gestimmt und erwarten für den Wechselkurs Euro/US-Dollar eine volatile Seitwärtsbewegung.
- Die amerikanische Notenbank setzt hingegen auf eine straffere Geldpolitik. Inzwischen erwarten wir für 2016 vier Zinsschritte, der Dollar dürfte also stark bleiben.

Wechselkurs Euro/US-Dollar



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 14.01.2011 – 14.01.2016

Der Yen wird wieder als sicherer Hafen gesucht

- Die von China ausgelösten Börsen-Turbulenzen haben die japanische Währung wieder als sicheren Hafen attraktiv gemacht. Der Yen hat deshalb spürbar aufgewertet (fallender Kurvenverlauf in der Abb. unten).
- Das fundamentale Umfeld bleibt für den Yen dennoch weiter schwierig. Die lockere Geldpolitik und die Staatsschulden sind eine Bürde, die Strukturreformen stocken. Wir erwarten einen schwächeren Yen, sobald sich die China-Turbulenzen gelegt haben. Insgesamt ist das Abwärtspotenzial inzwischen begrenzt, denn Japan will eine drastische Yen-Schwäche verhindern.

Wechselkurs Euro/Japanischer Yen



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 14.01.2011 – 14.01.2016



Wirtschaftliches Umfeld

	Anteil	BIP				Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt				
		2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	
WELT*	100	2,4	2,4	2,5	2,7													
USA	22,5	2,4	2,5	2,6	2,6	1,6	0,1	2,0	2,3	6,2	5,3	4,8	4,5	-2,8	-2,4	-2,2	-2,1	
Japan	6,0	-0,1	0,7	1,0	0,7	2,7	0,8	0,9	1,9	3,6	3,4	3,2	3,1	-7,8	-6,5	-6,3	-5,0	
China	13,4	7,3	6,9	6,5	6,1	2,0	1,5	2,2	2,3	4,1	4,1	4,3	4,3	-1,8	-2,3	-3,0	-3,0	
Indien	2,7	7,2	7,5	7,5		6,8	4,5	4,0	4,0					-6,9	-6,5	-6,0	-5,5	
Lateinamerika	7,5	1,1	0,0	0,5	2,0	6,0	6,0	4,8	4,0					-3,5	-4,0	-3,5	-3,0	
EUROPA	29,8	1,3	1,0	1,4	1,8													
Eurozone	17,3	0,9	1,5	1,6	1,8	0,4	0,1	0,9	1,5	11,6	10,9	10,3	9,8	-2,4	-2,1	-2,0	-1,8	
Deutschland	5,0	1,6	1,5	1,7	1,8	0,8	0,1	0,8	1,3	5,0	4,6	4,5	4,9	0,7	0,5	0,1	0,1	
Frankreich	3,7	0,2	1,2	1,3	1,3	0,6	0,1	0,8	1,3	10,3	10,6	10,7	10,2	-4,0	-3,8	-3,4	-3,0	
Italien	2,8	-0,4	0,7	1,0	1,2	0,2	0,2	0,8	1,5	12,7	11,9	11,2	10,8	-3,0	-2,8	-2,5	-2,2	
Spanien	1,8	1,4	3,2	2,9	2,6	-0,2	-0,6	1,0	1,6	24,5	22,2	20,0	18,5	-5,7	-4,2	-2,8	-2,5	
ANDERES WESTEUROPA																		
Großbritannien	3,8	2,9	2,2	2,3	2,2	1,5	0,0	1,1	1,9	6,2	5,4	5,0	4,9	-5,5	-4,4	-3,4	-2,5	
Schweiz	0,9	2,0	0,8	1,2	2,0	0,1	-1,1	-0,2	0,3	3,2	3,4	3,4	3,2	0,5	-0,1	0,1	0,2	
Schweden	0,7	2,4	2,5	2,6	2,5	0,2	0,8	1,7	2,3	7,8	7,6	7,2	6,7	-1,8	-1,3	-0,8	-0,5	
OSTEUROPA																		
Russland	2,4	0,6	-3,6	-1,6	1,0	7,8	15,4	8,6	7,7	5,2	6,8	6,5	6,2	-0,7	-3,6	-2,9	-2,3	
Türkei	1,0	2,9	3,2	2,3	2,5	8,9	7,7	7,7	7,3	9,8	10,6	10,1	10,2	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	

Quelle: Arbeitslosigkeit: ILO/Eurostat Definition; Saldo Staatshaushalt in % des BIP.

* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht Kaufkraftparität, KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.



Kapitalmarktprognosen

			AKTUELL	PROGNOSE	
			14.01.2016	30.06.2016	31.12.2016
Aktienmärkte	USA	S&P 500	1922	2150	2200
		DAX	9794	11400	11800
	Europa	EURO STOXX 50	3024	3550	3700
		FTSE 100	5918	6400	6550
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	0,50	0,75	1,25
		3 Monate	0,62	0,90	1,40
		10 Jahre	2,09	2,60	2,80
	Euroland	Hauptrefin.-Satz	0,05	0,05	0,05
		3 Monate	-0,14	0,05	0,05
		10 Jahre*	0,57	0,90	1,10
		Bank Rate	0,50	1,00	1,25
		Großbritannien	3 Monate	0,54	1,20
10 Jahre	1,73		2,40	2,60	
Währungen	USA	EUR/USD	1,09	1,08	1,10
	Schweiz	EUR/CHF	1,09	1,10	1,12
	Großbritannien	EUR/GBP	0,75	0,73	0,74
	Japan	EUR/JPY	128	138	141
Rohstoffe		Öl (Brent)	31,03	45	55
		Gold	1078	1050	1150

*Bundesanleihen.



Dieses Dokument wurde durch die Abteilung Volkswirtschaft der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG, erstellt. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu verarbeiten. Hierzu haben wir auf Informationen Dritter, die wir für vertrauenswürdig halten, zurückgegriffen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben kann dennoch keine Gewähr übernommen werden. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Wir weisen zudem ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. In der Präsentation enthaltene Prognosen und sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse stellen eine persönliche Einschätzungen der Abteilung dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Dieses Dokument dient lediglich der Information. Es stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b oder 31 Abs. 2 S. 4 WpHG, Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Dieses Dokument ersetzt zudem keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

© Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

Stand 15.01.2016