



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

SOMMER 2017

SOLIDES WACHSTUM  
OHNE ÜBERSCHWANG

Autoren:

Till Budelmann, Telefon +41 44 284-2073, [till.budelmann@berenberg.ch](mailto:till.budelmann@berenberg.ch)

Dr. Florian Hense, Telefon +44 20 3207-7859, [florian.hense@berenberg.com](mailto:florian.hense@berenberg.com)

Wolf-Fabian Hungerland, Telefon +49 40 350 60-8165, [wolf-fabian.hungerland@berenberg.de](mailto:wolf-fabian.hungerland@berenberg.de)

Cornelia Koller, Telefon +49 40 350 60-198, [cornelia.koller@berenberg.de](mailto:cornelia.koller@berenberg.de)

Dr. Jörn Quitzau, Telefon +49 40 350 60-113, [joern.quitzau@berenberg.de](mailto:joern.quitzau@berenberg.de)

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 20 3207-7889, [holger.schmieding@berenberg.com](mailto:holger.schmieding@berenberg.com)

Andreas Strobl, Telefon +49 69 91 30 90-227, [andreas.strobl@berenberg.de](mailto:andreas.strobl@berenberg.de)

Dirk Trochelmann, Telefon +49 40 350 60-8342, [dirk.trochelmann@berenberg.de](mailto:dirk.trochelmann@berenberg.de)

4. August 2017



## INHALT

<b>Ausblick in Kürze: Wachstum ohne Überschwang</b>	<b>3</b>
<b>Überblick: Weiter so – es läuft doch recht gut</b>	<b>4</b>
<b>Im Fokus: Goldene Zeiten für Frankreich?</b>	<b>8</b>
<b>Ausgewählte Volkswirtschaften</b>	<b>10</b>
USA: Konjunktur stabil, aber keine Trendwende	10
Eurozone: Ein stabiler Aufschwung	12
Großbritannien: Politische Unsicherheit trübt die Konjunktur	14
Schweiz: Erholung in Sicht	15
Japan: Wirtschaftslage bessert sich	16
China: Weiter keine harte Landung, aber höhere Risiken	17
Indien: Die Wirtschaft wächst – aber reicht Modis Reformeifer?	19
Brasilien: Präsident Temer unter Druck	20
Russland: Erholung in Zeitlupe	21
Türkei: Konjunkturkatastrophe vorerst vermieden	22
Polen: Robustes Wachstum	23
<b>Finanzmärkte</b>	<b>24</b>
Aktien: Solides Gewinnwachstum	24
Anleihen: Rückkehr der Inflation langsamer als erwartet	26
Währungen: Stimmungswechsel am Devisenmarkt	28
<b>Strategie</b>	<b>30</b>
<b>Finanzmarktprognosen</b>	<b>34</b>



## AUSBLICK IN KÜRZE: WACHSTUM OHNE ÜBERSCHWANG

Stetiges Wachstum ohne Überschwang – trotz mancherlei Risiken geht es der Weltwirtschaft im Sommer 2017 so gut wie seit zehn Jahren nicht mehr. In nahezu alle großen Regionen der Welt läuft die Konjunktur rund, ohne dass sie zu überhitzen droht.

*Die Konjunktur läuft rund*

Unser Ausblick ist diesmal ungewöhnlich langweilig: Wir erwarten, dass sich die Lage in den nächsten zwei Jahren nicht grundlegend ändern wird. Bisher ist noch kein gefährlicher Überschwang zu erkennen, der eine neue Bereinigungsrezession erfordern würde.

*Unser Ausblick: Weiter so*

Insgesamt ist die Konjunktur gerade in der Eurozone und in Deutschland breit aufgestellt. Der erfreuliche Zuwachs der Beschäftigung und die rückläufige Arbeitslosigkeit stützen den privaten Verbrauch.

*Der Arbeitsmarkt stützt den privaten Verbrauch*

Große politische Risiken sind in diesem Jahr bisher nicht eingetreten. Stattdessen stärkt der Wahlsieg von Emmanuel Macron in Frankreich die Hoffnung, dass auch die zweitgrößte Volkswirtschaft auf dem europäischen Kontinent sich nach dem Vorbild der deutschen Erfolgsagenda 2010 reformieren könnte. Wenn Macron seine Reformpläne durchsetzt, könnte Frankreich in den 2020er Jahren ein goldenes Jahrzehnt erleben.

*Ein goldenes Jahrzehnt für Frankreich?*

Da sich die Inflationsgefahren mangels eines Kaufrausches der Verbraucher und mangels übermäßigen Lohndrucks in den westlichen Ländern weiterhin in engen Grenzen halten, müssen die Zentralbanken ihre Geldpolitik nur langsam anpassen. In den USA rechnen wir damit, dass die Notenbank ab Oktober ihre Bilanzsumme behutsam verringern wird. Die Europäische Zentralbank wird vermutlich ab Januar 2018 ihre Anleihekäufe langsam zurückfahren, aber ihren Refinanzierungssatz erst 2019 anheben.

*Inflationsgefahren halten sich in engen Grenzen*

Nachdem viele Schwellenländer ihre Krise des Jahres 2016 mittlerweile weitgehend überwunden haben, stehen die Konjunkturampeln dort überwiegend auf grün. Das gilt allerdings nur für die Länder, die politisch hinreichend stabil sind und eine angemessene Wirtschaftspolitik verfolgen. Russland und die Türkei bleiben Wackelkandidaten.

*Viele Schwellenländer erholen sich von der Krise des Jahres 2016*

In China sehen wir weiterhin erhebliche langfristige Risiken, die sich aus dem ungezügeltten Kreditwachstum der letzten Jahre ergeben. Allerdings bemüht sich die Regierung derzeit, die Probleme einzugrenzen. Eine akute Krise zeichnet sich derzeit nicht ab.

*China: vorerst stabil trotz langfristiger Risiken*

Aktienanlagen sind im Vergleich zu Staatsanleihen noch immer attraktiv. Das künftige nominale Wirtschaftswachstum wird für eine positive Entwicklung der Unternehmensgewinne sorgen. Regional sind europäische Aktien besonders attraktiv, da diese gute Wachstumsaussichten mit einer moderaten Bewertung vereinen.

*Aktienanlagen bleiben attraktiv*

Die guten Aussichten für die Eurozone und das stabile Wirtschaftswachstum in den USA sollten die Anleiherenditen langsam ansteigen lassen – allerdings mit den üblichen Schwankungen.

*Höhere Renditen – aber unter Schwankungen*



## ÜBERBLICK: WEITER SO - ES LÄUFT DOCH RECHT GUT

(Dr. Holger Schmieding)

### Mehr Sonne als Regen - zumindest in der Konjunktur

Solides Wachstum ohne Überschwang. Trotz mancherlei Risiken geht es der Weltwirtschaft im Sommer 2017 so gut wie seit zehn Jahren nicht mehr. In nahezu alle großen Regionen der Welt läuft die Konjunktur rund, ohne dass sie zu überhitzen droht. Auch der Ausblick bleibt positiv: Wir erwarten, dass das wohltemperierte Wachstum noch für einige Jahre anhalten kann.

*Die Konjunktur läuft so gut wie seit zehn Jahren nicht mehr*

In nahezu allen entwickelten Ländern wächst die Wirtschaft mit einem Tempo, das mindestens dem langfristigen Wachstumspfad entspricht. Anders als in den USA hat die Konjunktur im ersten Halbjahr in der Eurozone und Japan sogar weiter an Fahrt aufgenommen. Die Reformen der vergangenen Jahre, die es vor allem in einigen Ländern Südeuropas sowie ansatzweise auch in Japan gegeben hat, zahlen sich aus. Dazu kommt, dass viele Schwellenländer ihre Anpassungskrise des Jahres 2016 überwunden haben. Auch China hat nach einer kurzzeitigen Wackelphase zumindest vorerst wieder zu einem soliden Wachstumspfad zurückgefunden. Entsprechend ist die Ausfuhr in diese Länder wieder angesprungen. Obwohl der Rückenwind niedriger Ölpreise nicht mehr ganz so kräftig weht wie vor einem Jahr, können gerade die ausfuhrstarken Länder Europas ebenso wie Japan konjunkturell noch etwas zulegen.

*Reformen zahlen sich aus*

Unser Ausblick für die Konjunktur ist ungewöhnlich langweilig: Wir erwarten, dass sich die Lage in den nächsten zwei Jahren nicht grundlegend ändern wird. Bisher ist noch kein gefährlicher Überschwang zu erkennen, der eine neue Bereinigungsrezession erfordern würde. Inflationäre Spannungen haben sich noch nicht aufgebaut, das Kreditwachstum bleibt bisher in der westlichen Welt insgesamt verhalten. Deshalb können die Wirtschaften der westlichen Welt ebenso wie viele Schwellenländer auf absehbare Zeit weiter mit dem jetzt erreichten Tempo wachsen, ohne an Grenzen zu stoßen.

*Weiter so wie bisher: ein langweiliger Ausblick muss nicht schlecht sein*

Große politische Risiken sind in diesem Jahr bisher nicht eingetreten. In den USA hegen der arg zerstrittene Kongress sowie die Gerichte den Handlungsspielraum des weiterhin recht erratischen Präsidenten Donald Trump so sehr ein, dass er bisher zwar kaum etwas erreicht, aber eben auch kaum einen echten Schaden angerichtet hat. Auch als Reaktion auf den Aufstieg Trumps und die Unsicherheiten, die Großbritannien seit dem Beschluss zum Ausstieg aus der Europäischen Union erfasst haben, haben die gefährlichen Populisten von rechts und links auf dem europäischen Kontinent in diesem Jahr etwas an Boden verloren. Stattdessen stärkt der Wahlsieg von Emmanuel Macron in Frankreich die Hoffnung, dass auch die zweitgrößte Volkswirtschaft auf dem europäischen Kontinent sich nach dem Vorbild der deutschen Erfolgsagenda 2010 reformieren könnte.

*Bisher sind 2017 keine großen Risiken eingetreten*

Selbstverständlich müssen wir die wirtschaftlichen Risiken (Lohninflation in den USA, Schuldenberg in China) ebenso wie die politischen Risiken (Trump, Italien, Brexit etc.) im Auge behalten. Aber diese Risiken haben bisher in 2017 eher etwas abgenommen.

*Einige Risiken haben eher etwas abgenommen*

**Ein Blick zurück: Was hat sich geändert?**

Bevor wir unseren Ausblick näher erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. Wie Tabelle 1 zeigt, hat uns das Jahr 2017 bisher keine bösen Überraschungen beschert. Für die Weltwirtschaft insgesamt haben wir unsere Wachstumsprognosen sowohl für 2017 als auch für 2018 sogar leicht anheben können.

*Bisher keine bösen Überraschungen*

Allerdings ist das Bild sehr ungleichmäßig. In den USA haben sich die Republikaner trotz ihrer Mehrheit in beiden Häusern des Kongresses bisher nicht auf eine Reform der Unternehmenssteuer und einen fiskalischen Stimulus einigen können. Statt eines umfangreichen Fiskalpaketes, das bereits im Herbst 2017 hätte wirksam werden können, erwarten wir jetzt nur noch ein abgespecktes Programm, das wohl erst im Sommer 2018 greifen wird. Entsprechend haben wir unsere Wachstumsprognosen für die USA für beide Jahre spürbar gesenkt. Dagegen hat uns die Eurozone positiv überrascht. Getragen vor allem von Frankreich, Spanien und Portugal hat sich das Wachstum stärker beschleunigt als erwartet. Selbst aus Italien, das angesichts einer sich verschärfenden Migrationskrise weiter unter politischer Unsicherheit leidet, kommen einige gute Nachrichten. Außerhalb Europas hat auch China vom Auslaufen der Schwellenlandkrise des Jahres 2016 profitieren und sein Wachstum besser als erwartet stabilisieren können.

*Politische Blockade in den USA*

**Tab. 1: Wachstumsprognosen im Vergleich - was hat sich geändert?**

	Prognose für 2017		Prognose für 2018	
	Dez. 2016	Aktuell	Dez. 2016	Aktuell
<b>Welt</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>
USA	2,4	2,0	2,9	2,4
Japan	0,9	1,3	1,1	1,1
China	6,4	6,6	5,9	6,2
Indien	7,5	7,5	7,8	7,7
Lateinamerika	1,9	1,5	2,7	2,5
<b>Europa</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
Eurozone	1,5	2,0	1,5	1,9
Deutschland	1,7	2,0	1,6	1,8
Frankreich	1,2	1,7	1,3	1,8
Italien	0,8	1,2	1,1	1,1
Spanien	2,6	3,1	2,4	2,9
<b>Anderes Westeuropa</b>				
Großbritannien	1,5	1,7	1,5	1,6
Schweiz	1,6	1,6	1,7	1,7
Schweden	2,4	3,0	2,1	2,8
<b>Osteuropa</b>				
Russland	1,6	1,2	2,5	1,9
Türkei	1,8	3,4	2,8	3,2

*Mehr Wachstum in Europa, weniger in den USA*

Prognoseänderungen kursiv. Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Chancen und Risiken in Zeiten des Wandels; Ausblick 2017“, Berenberg, 19. Dezember 2017.



### Ausblick: Weiter so

Normalerweise wird die Konjunktur durch ein ständiges Auf und Ab geprägt. Bemerkenswerterweise ist dies derzeit kaum der Fall. Die aktuellen Wachstumsraten von etwa 2 % in den USA und der Eurozone sowie gut 1 % in Japan sind im langfristigen Vergleich alles andere als außergewöhnlich. Gerade in der Eurozone können wir uns nach zwei tiefen Krisen besonders darüber freuen, dass die Konjunktur wieder Fahrt aufgenommen hat. Aber da das erreichte Tempo nicht über das hinausgeht, was wir vor zehn Jahren für normal gehalten hätten, stehen die Chancen gut, dass das Wachstum vorläufig nicht an Grenzen stoßen muss.

*Vorläufig stößt das Wachstum nicht an harte Grenzen*

Geprägt durch die große Finanzkrise halten sich Unternehmen und Haushalte, Sparer und Investoren in der gesamten westlichen Welt weiterhin mehr zurück, als das früher der Fall war. Trotz einzelner Problembereiche, zu denen beispielsweise die Autokredite in den USA gehören, sehen wir noch keine Anzeichen eines echten Überschwangs. Das Kreditwachstum bleibt auf beiden Seiten des Atlantiks verhalten. Selbst in Deutschland steigen die Kredite für den Wohnungsbau nur mit einer Rate von 3,9 %, die noch nicht auf eine gefährliche Blase hindeutet. Obwohl viele Länder wie die USA, Großbritannien, Japan, Deutschland und die Schweiz längst Vollbeschäftigung erreicht haben, bleiben die Arbeitnehmer mit ihren Lohnforderungen bisher im vernünftigen Rahmen. Neben der allgemeinen Vorsicht, die das Verhalten der Menschen seit 2008 prägt, könnte da auch die Sorge eine Rolle spielen, dass bei überhöhten Lohnabschlüssen billig zu finanzierende Roboter sonst bald einen Teil der Arbeit übernehmen könnten.

*Keine Anzeichen eines echten Überschwangs*

Nicht zu heiß, nicht zu kalt – wir erwarten, dass sich das maßvolle Wachstum ohne große Inflationsgefahren noch für einige Jahre fortsetzen lässt. In den USA könnte ein mögliches Fiskalprogramm der Konjunktur im Sommer 2018 zwar einen kurzzeitigen Schub verleihen. Aber abgesehen davon sieht es weiterhin nach Wachstumsraten von etwa 2 % aus. Nach dem Höhenflug der letzten drei Quartale mit einer auf das Gesamtjahr hochgerechneten Wachstumsrate von 2,2 % dürfte der stärkere Euro die Konjunktur in der Eurozone in den kommenden Jahren ein wenig bremsen. Wir erwarten deshalb ein Wachstum von 1,9 % für 2018 und 1,7 % für 2019 (Tabelle 2).

*Nicht zu heiß, nicht zu kalt*

Die Konjunktur ist gerade in der Eurozone und in Deutschland breit abgestützt. Der erfreuliche Zuwachs der Beschäftigung (+650 000 im Vorjahresvergleich in Deutschland) und die rückläufige Arbeitslosigkeit (-1,6 Mio. gegenüber dem Vorjahr in der Eurozone) stützen den privaten Verbrauch. Auch die Investitionen ziehen langsam an. Unternehmen und Verbraucher sind in vielen Ländern der Eurozone so zuversichtlich gestimmt wie seit zehn Jahren nicht mehr. Deshalb können Probleme wie der Brexit, Sorgen um Russland und die Türkei oder irritierende Tweets aus dem Weißen Haus der Konjunktur derzeit wenig anhaben. Es würde schon eines größeren Schocks bedürfen, sei es eines echten transatlantischen Handelskrieges oder eines Ausstiegs Italiens aus dem Euro, um die Konjunktur nachhaltig aus dem Tritt zu bringen. Wir können solche Risiken zwar nicht ausschließen. Aber alles in allem haben auch diese Risiken in den vergangenen Monaten eher nachgelassen. So hat nach dem Wahlsieg Macrons in Paris die *Fünf Sterne Bewegung* in Italien ihre Forderung nach einem Euro-Referendum bereits deutlich abgeschwächt.

*Ein breit abgestützter Aufschwung*



**Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick**

		BIP-Zuwachs				Inflation				Arbeitslosenquote				Staatshaushalt			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>Welt</b>	100,0	2,4	2,7	2,8	2,8												
USA	24,7	1,5	2,0	2,4	2,4	1,3	2,1	2,3	2,5	4,9	4,4	4,1	4,0	-3,0	-3,2	-3,6	-4,1
China	14,9	6,7	6,6	6,2	5,8	2,0	1,7	2,3	2,2	4,0	4,0	4,1	4,1	-3,0	-3,0	-3,0	-3,2
Japan	6,6	1,0	1,3	1,1	1,0	-0,1	0,4	0,6	0,7	3,1	2,8	2,9	3,0	-6,3	-5,0	-5,1	-5,3
Indien	3,0	6,9	7,5	7,7	7,9	5,0	4,5	4,7	4,8					-5,0	-4,0	-3,6	-3,3
Lateinamerika	6,6	-1,2	1,5	2,5	3,0	6,9	25,8	15,3	9,6					-6,9	-6,5	-6,0	-5,4
<b>Europa</b>	25,4	1,7	2,0	1,9	1,9												
Eurozone	15,8	1,7	2,0	1,9	1,7	0,2	1,5	1,4	1,6	10,0	9,1	8,4	7,8	-1,5	-1,2	-1,0	-0,8
Deutschland	4,6	1,8	2,0	1,8	1,7	0,4	1,6	1,4	1,6	4,2	3,9	4,0	4,2	0,8	0,9	0,6	0,5
Frankreich	3,3	1,1	1,7	1,8	1,9	0,3	1,1	1,3	1,5	10,4	9,5	8,9	8,3	-3,4	-3,1	-2,9	-2,7
Italien	2,5	1,0	1,2	1,1	1,3	0,0	1,2	1,2	1,3	11,7	11,2	10,6	10,0	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1
Spanien	1,6	3,2	3,1	2,9	2,7	-0,3	1,9	1,4	1,6	19,6	17,3	15,5	14,4	-4,5	-3,3	-3,0	-2,5
<b>Anderes Westeuropa</b>																	
Großbritannien	3,5	1,8	1,7	1,6	1,7	0,6	2,7	2,6	2,2	4,9	4,5	4,4	4,4	-3,0	-2,7	-2,5	-2,3
Schweiz	0,9	1,3	1,6	1,7	1,7	-0,4	0,3	0,6	0,9	3,4	3,4	3,3	3,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2
Schweden	0,7	3,1	3,0	2,8	2,5	1,0	1,6	1,8	2,0	6,9	6,5	6,1	5,8	-0,5	0,1	0,3	0,4
<b>Osteuropa</b>																	
Russland	1,7	-0,2	1,2	1,9	1,9	7,1	4,3	4,6	4,6	5,5	5,4	5,3	5,3	-3,9	-2,5	-2,0	-2,0
Türkei	1,1	2,9	3,4	3,2	3,1	7,8	10,7	8,6	7,9	10,9	12,0	11,5	11,8	-3,1	-2,8	-2,7	-2,9

Staatshaushalt: in % des BIP; Rest: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %, Quelle: Berenberg,

Da sich die Inflationsgefahren mangels eines Kaufrausches der Verbraucher und mangels übermäßigen Lohndrucks in den westlichen Ländern weiterhin in engen Grenzen halten, müssen die Zentralbanken ihre Geldpolitik nur langsam anpassen. In den USA rechnen wir damit, dass die Notenbank ab Oktober ihre Bilanzsumme behutsam verringern wird, indem sie einen kleinen Teil der auslaufenden Anleihen nicht mehr durch neue Anleihen ersetzt. Sollte die Konjunktur auf Kurs bleiben, wird sie vermutlich auch im Dezember ihren Leitzins ein weiteres Mal um 0,25 Prozentpunkte anheben. Auch die Europäische Zentralbank bewegt sich in Trippelschritten auf den Ausstieg aus ihrer außerordentlich expansiven Geldpolitik zu. Vermutlich wird sie in diesem Herbst ankündigen, dass sie ab Januar 2018 ihre Anleihekäufe etwas einschränken wird. Sofern der Euro nicht noch wesentlich stärker wird, könnte sie dann im Herbst 2018 ihre Anleihekäufe beenden, Anfang 2019 ihren Strafzins für Bankeinlagen abmildern und etwa im September 2019 erstmals ihren Refinanzierungssatz anheben.

*Die geldpolitische Wende kommt – aber nur ganz langsam*

Nachdem viele Schwellenländer in diesem Jahr ihre Krise des Jahres 2016 weitgehend überwunden haben, stehen die Konjunkturampeln dort überwiegend auf grün. Das gilt allerdings nur für die Länder, die politisch hinreichend stabil sind und eine angemessene Wirtschaftspolitik verfolgen. Russland und die Türkei bleiben Wackelkandidaten.

*Russland und die Türkei bleiben Wackelkandidaten*



## IM FOKUS: GOLDENE ZEITEN FÜR FRANKREICH?

(Dr. Holger Schmieding)

Frankreichs neuer Präsident hat es eilig. Nach seinen fulminanten Wahlsiegen im Mai und Juni diesen Jahres hat Emmanuel Macron bereits im Juli eine große Reform des Arbeitsmarktes eingeleitet. Noch vor der deutschen Bundestagswahl am 24. September will er diese Reform unter Dach und Fach bringen. Sollte ihm dies gelingen, stünden Frankreich und Europa ein fundamentaler Wandel bevor. Frankreich könnte sich anschicken, im kommenden Jahrzehnt Deutschland an der Spitze der wirtschaftlichen und politischen Euroliga abzulösen.

Dafür kommt es weniger darauf an, ob Macron sich mit Berlin und anderen Hauptstädten auf eine Reform europäischer Regeln und Institutionen einigen kann. Einige Reformen sind wünschenswert. Ein europäisches Kurzarbeitergeld könnte kurzfristige Konjunkturschwankungen einzelner Mitgliedsländer der Eurozone abfedern helfen, ein Euro-Investitionsfonds könnte vor allem die Länder fördern, die echte Strukturreformen umsetzen, im militärischen Bereich ließe sich mit gemeinsamen Waffensystemen vermutlich viel Geld sparen. Aber Macrons eigentliche Aufgabe besteht darin, die französische Wirtschaft auf Vordermann zu bringen.

Die Voraussetzungen sind günstig. Macron hat ein Mandat für den Wandel. Sein Wahlprogramm blieb zwar manche Details schuldig. Aber er hat klar genug gemacht, dass er die Fesseln des französischen Arbeitsrechts lockern, die teuren Rentenprivilegien mancher Berufsgruppen abschaffen und weitere Bereiche der Wirtschaft liberalisieren möchte. Sofern er sich keine groben Fehler leistet, wird er sich mit seinem frischen Mandat gegen die unvermeidlichen Proteste durchsetzen können.

Auch als Reformier hat Macron bereits erhebliche Durchschlagskraft bewiesen. Gemeinsam mit Italien galt Frankreich lange Zeit als schlimmster Reformmuffel in Europa. Aber nach einer eingehenden Analyse der OECD hat Frankreich schon in den Jahren 2015 und 2016 mehr Fortschritte gemacht als nahezu jedes andere hochentwickelte Land der Welt. Das waren genau die Jahre, in denen Macron als Wirtschaftsminister unter dem ansonsten eher mutlosen Präsidenten Hollande immerhin den Ladenschluss gelockert, den Fernbusverkehr liberalisiert, die Entlassungskosten für Unternehmen gesenkt, die 35-Stundenwoche weiter gelockert und den Unternehmen und ihren Mitarbeitern erste Spielräume für betriebliche Bündnisse für Arbeit eingeräumt hat. Das war ein guter Anfang. Als Präsident mit einer eigenen Partei im Rücken, die über eine klare Mehrheit im Parlament verfügt, kann er jetzt noch wesentlich mehr erreichen.

Welchen Unterschied heimische Reformen machen können, hat die europäische Geschichte in den letzten Jahrzehnten vielfach gezeigt. Margaret Thatcher hat einst das dahinsiechende Großbritannien kuriert, mit Gerhard Schröders Agenda 2010 mauserte sich Deutschland vom kranken Mann Europas zur neuen Wachstumslokomotive des Kontinents und unter Mariano Rajoy hat sich jüngst Spanien saniert.

*Macron hat es eilig*

*Europäische Reformen sind gut – aber vor allem muss er Frankreich sanieren*

*Macron hat ein Mandat für den Wandel*

*Bereits als Minister hat er einiges erreicht*

*Thatcher, Schröder und Rajoy: erfolgreiche Vorbilder gibt es genug*





Deutschland erlebt derzeit sein goldenes Jahrzehnt, das ich 2010 in einem Berenberg-Bericht ausgerufen hatte. Mit solidem Wachstum und Vollbeschäftigung, mit stabilen Preisen und einem Überschuss im Staatshaushalt geht es dem Land heute besser als jemals zuvor. Aber nichts währt ewig. Wirtschaftlich gesehen hat Deutschland längst begonnen, sich auf seinen Lorbeeren auszuruhen. Seit Jahren gönnen wir uns lieber teure Wohltaten, als dass wir uns durch neue Reformen fit halten. Auf Dauer, das heißt eher im nächsten Jahrzehnt als bereits im aktuellen Konjunkturzyklus, wird Deutschland deshalb von seinem Spitzenplatz ins obere Mittelfeld Europas zurückfallen.

*Derzeit genießt Deutschland ein goldenes Jahrzehnt*

Macrons Reformpläne können es durchaus mit der deutschen Erfolgsagenda 2010 aufnehmen, die ja ebenfalls aus einer Vielzahl einzelner Schritte bestand. Sofern er tatsächlich einen großen Teil seiner Reformpläne umsetzen kann, dürfte Frankreich zu einem weit attraktiveren Standort für Investitionen werden. Ebenso wie einst in Deutschland mag es einige Jahre dauern, bis die Erfolge spürbar werden. Aber mit seinen vielen Stärken, zu denen eine hervorragende Infrastruktur, eine kompetente Verwaltung und eine in weiten Teilen hoch produktive Privatwirtschaft gehört, hat Frankreich das Zeug dazu, wieder spürbar voran zu kommen. Da Deutschland im kommenden Jahrzehnt etwas zurückfallen dürfte, während Großbritannien sich mit seinem Brexit gerade selbst ins Knie schießt und Russland unter einem immer selbtherrlicheren Putin weiter den Anschluss verliert, spricht viel dafür, dass Frankreich im kommenden Jahrzehnt wirtschaftlich die Führung in Europa übernehmen könnte.

*Macrons Pläne können es mit der Agenda 2010 aufnehmen*

Manche Leser mag die These überraschen, dass Frankreich nach einigen Reformen sogar an Deutschland vorbeiziehen könnte. Haben wir Deutschen mit unserer Mentalität und unserer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik, mit unserer sozialen Marktwirtschaft und unserem dualen Bildungssystem nicht einige Vorteile, die Frankreich oder andere Länder des Mittelmeerraumes nicht bieten können? Vorsicht. Natürlich ist Frankreich anders. Jedes Land hat seine Eigenheiten. Aber das heißt nicht, dass andere Länder nicht auf ihre eigene Art ebenso erfolgreich sein können wie wir.

*Frankreich ist anders – aber es kann ebenso erfolgreich sein*

Im Laufe der Zeit haben Deutschland und Frankreich immer wieder die Plätze gewechselt. Dank der Reformen unter Wirtschaftsminister Erhard im Jahr 1948 lag Westdeutschland in den 1950er Jahren mit Abstand vorne, in den 1960- und 70ern holte dann Frankreich mit höheren Wachstumsraten auf. Nach Helmut Kohls Wende von 1982 hatte die Bonner Republik wieder die Nase vorn, bis Deutschland nach der Wiedervereinigung im Reformstau stecken blieb und immer mehr Unternehmen die Standortflucht ergriffen. Erst seit die Agenda 2010 voll gegriffen hat, während Frankreich unter einem allzu verkrusteten Arbeitsmarkt leidet, hat Deutschland seinen linksrheinischen Nachbarn wieder hinter sich gelassen. Jetzt zeichnet sich der nächste Wechsel ab.

*Mal liegt der Michel vorn, mal die Marianne*

Nichts ist sicher in der Politik. Macron mag zu kurz springen oder sogar scheitern. Deutschland mag sich wie durch ein Wunder neuen Reformen verschreiben und so seinen Spitzenplatz in Europa verteidigen. Aber es spricht viel dafür, dass in Europa die 2020er Jahre das Jahrzehnt Frankreichs werden können.

*Die 2020er Jahre könnten Frankreichs goldenes Jahrzehnt werden*

## AUSGEWÄHLTE VOLKSWIRTSCHAFTEN

### USA: Konjunktur stabil, aber keine Trendwende

(Dr. Florian Hense)

Durch die Wahl von Donald Trump zum Präsidenten hat sich vieles im Land der unbegrenzten Möglichkeiten geändert. Eine wirtschaftliche Trendwende ist aber ausgeblieben. Vielmehr erweisen sich Trump und seine republikanischen Parteifreunde trotz ihrer Mehrheit in beiden Kammern des US-Kongresses bisher als wenig handlungsfähig. Das Wahlkampfziel Nummer eins, die von Amtsvorgänger Obama umgesetzte Gesundheitsreform mit einer vermeintlich günstigeren Variante zu ersetzen, ist offenbar in weite Ferne gerückt. Die dabei geplanten Einsparungen hatten viele Republikaner zur Bedingung gemacht, um weitere Wahlkampfziele, allen voran die geplante Steuerreform und höhere Infrastrukturausgaben, finanzieren zu können.

Die Aussichten auf eine Belebung der Wirtschaft durch die Politik haben sich somit eingetrübt. Zu Beginn des Jahres rechneten wir mit einem Anstieg der Wachstumsrate auf 2,4 % im Jahr 2017 und 2,9 % im Jahr 2018. Nun erwarten wir nur noch 2 % für dieses und 2,4 % für nächstes Jahr. Allerdings sehen wir weiterhin gute Chancen für ein Maßnahmen-Paket in deutlich abgespeckter Form, das Anfang 2018 verabschiedet werden könnte. Denn je näher der Termin der im Herbst nächsten Jahres anstehenden Kongresswahlen rückt, desto größer wird der Druck innerhalb der Republikanischen Partei sein, doch noch Kompromisse zu finden.

*Politische, aber keine wirtschaftliche Trendwende*

*Maßnahmen zur Belebung der Wirtschaft kommen später und kleiner*

**Abb. 1: USA - BIP-Wachstum**



Veränderung des Bruttoinlandsproduktes gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Bureau of Economic Analysis.

Der private Konsum, der knapp 70 % zur Wirtschaftsleistung beiträgt, bleibt nach acht Jahren kontinuierlichen Wachstums der Motor der amerikanischen Wirtschaft. Die Arbeitslosenquote ist auf ein 16-Jahrestief von 4,3 % gefallen. Die Löhne und somit auch das verfügbare Einkommen steigen. Die nach wie vor niedrigen Energiepreise befeuern die Kaufkraft zusätzlich. Auch der Immobilienmarkt hat sich weiter belebt. Steigende Immobilienpreise fördern die Ausgabenbereitschaft der Verbraucher. Baubeginne haben sich seit dem Tief im Jahr 2009 verdoppelt, liegen aber nach wie vor weit unter dem Niveau von Mitte der 1990er Jahre. Das anhaltend starke Bevölkerungswachstum wird die Nachfrage stützen. Die Unternehmensinvestitionen haben sich in

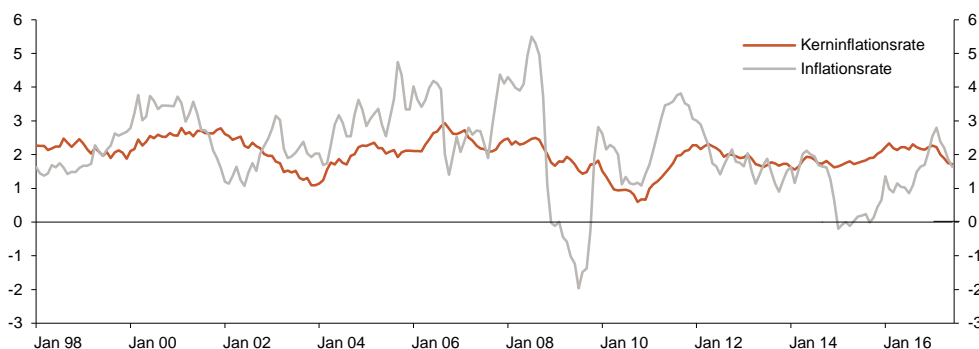
*Auf privaten Konsum ist Verlass*

den vergangenen Jahren enttäuschend entwickelt. Trotz geringer Finanzierungskosten und guter Gewinne haben sich die Unternehmen beim Ausbau ihrer Kapazitäten zurückgehalten. Zu Beginn dieses Jahres ist mehr Bewegung aufgekommen, Unternehmen haben Kapazitäten aufgebaut – in der Hoffnung auf eine unternehmensfreundlichere Politik Trumps. Sollte diese auf sich warten lassen, wird die Investitionsbereitschaft wieder etwas nachlassen. Der Außenhandel könnte dagegen etwas vom weltweiten Aufschwung und dem schwächeren US-Dollar profitieren.

Die Inflation ist zuletzt hinter den Erwartungen geblieben. Die Kerninflationsrate, die die Preise von schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmitteln ausschließt, ist von 2,3 % zu Jahresbeginn auf 1,7 % im Juni gefallen (Abbildung 2). Trotz der Verbesserung über die letzten Jahre halten sich die Arbeitnehmer bei ihren Lohnforderungen weiterhin zurück. Angesichts der Unsicherheit, ob die Wirtschaft in den nächsten Jahren an Fahrt gewinnt, wird die Inflation auch in den nächsten Monaten nicht in die Höhe schießen. Die US-Notenbank Fed hat dies zur Kenntnis genommen. Nach drei Zinserhöhungen in Folge in den vergangenen drei Quartalen wird sie in diesem Quartal vermutlich aussetzen. Wir rechnen mit einem weiteren Schritt im Dezember, sofern die Konjunktur auf Kurs bleibt. Wie in den vergangenen Monaten angekündigt wird sie davor aber beginnen, ihr Anleiheportfolio ganz langsam abzubauen, indem sie einige auslaufenden Anleihen nicht durch neue ersetzt. Solange die Lohnzuwächse sich weiterhin so verhalten entwickeln wie bisher, wird die Fed ihre Geldpolitik nur auf homöopathische Weise straffen. Für einen zügigeren Exit besteht kein Bedarf.

*Schwächere Inflation wird die Fed veranlassen, erst im Dezember die Zinsen wieder zu erhöhen*

**Abb. 2: USA - Inflationsraten**



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Kerninflation entspricht der Inflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise. Quelle: Bureau of Labor Statistics.

Das größte Risiko für unsere Prognosen besteht weiterhin darin, dass Präsident Trump in Sachen Protektionismus ernst macht. Bislang hat er es weitestgehend bei Worten belassen. Auch das Ausbleiben einer umfassenden Steuerreform würde schmerzen – die Aussicht auf einen höheren Wachstumspfad wäre dahin. Fielen hingegen die geplanten Maßnahmen zur kurzfristigen Stimulierung der Wirtschaft aus, hätte das auch seine Vorteile: Die Gefahr einer überhitzenden US-Wirtschaft wäre kleiner und ein entschiedeneres Eingreifen der Fed wäre unnötig. Der Erholungsprozess in den Teilen der Weltwirtschaft, die sich in einem früheren Stadium des Konjunkturzyklus befinden, könnte somit ungehindert voranschreiten.

*Risiko: Protektionismus*

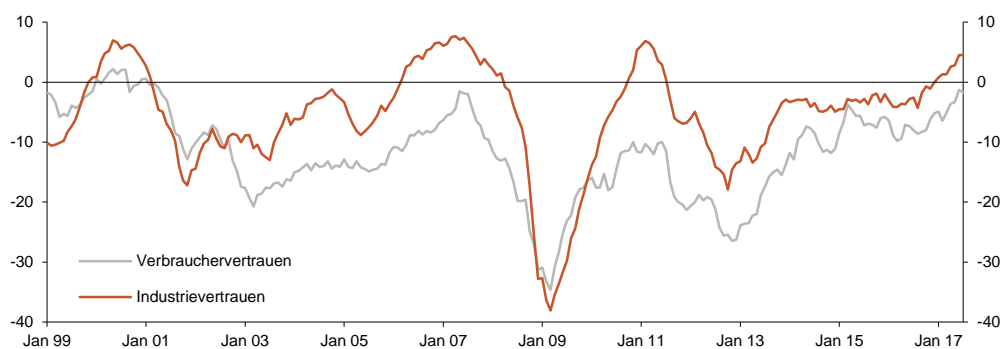
## Eurozone: Ein stabiler Aufschwung

(Cornelia Koller)

Die Eurokonjunktur hat den politischen Störfaktoren getrotzt und ist im zweiten Quartal 2017 mit 0,6 % gegenüber dem Vorquartal erneut stark gewachsen (erstes Quartal: +0,5 %). Ein Blick auf das anhaltend robuste Wachstum in Deutschland, die aufgehellten Perspektiven für die französische Konjunktur und die erfolgreichen Strukturreformen in Ländern wie Spanien, Portugal, Zypern und Irland zeigt, dass der Aufschwung breit aufgestellt ist und sich selbst tragen kann. Dies signalisieren auch die Stimmungsindikatoren: Industrie- und Verbrauchervertrauen haben sich in den letzten Monaten vielversprechend entwickelt (Abbildung 3). Auch die Einkaufsmanagerindizes deuten trotz eines leichten Rückschlags in den letzten Monaten auf eine solide Expansion der Wirtschaft hin.

*Breiter Aufschwung*

**Abb. 3: Eurozone - Stimmungsindikatoren**



In Punkten. Quelle: Europäische Kommission.

Kräftigen Rückenwind erhält die Eurokonjunktur unverändert durch die extrem expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), die Banken, Unternehmen und Verbraucher mit ausreichend Liquidität zu historisch niedrigen Zinsen versorgt: Die EZB bleibt bei ihrer Nullzinspolitik und kauft monatlich weiterhin Vermögenswerte in großem Umfang, auch wenn die Bank einen graduellen Ausstieg aus ihrem laufenden Wertpapierankaufprogramm andeutet.

*Kräftiger Rückenwind durch extrem expansive Geldpolitik*

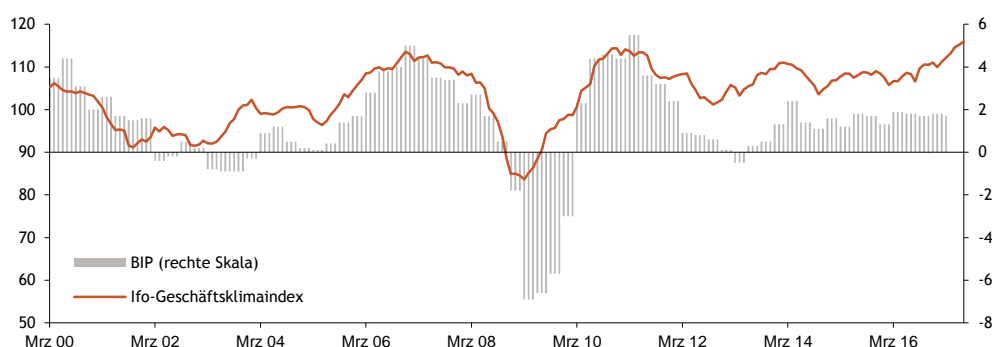
Darüber hinaus stützt sich unser Optimismus für die Eurozone auch auf Frankreich. Nach der Wahl des pro-europäischen Reformpolitikers Macron zum Präsidenten ist das größte politische Risiko für die Konjunktur – ein Sieg der Rechtspopulistin Marine Le Pen – entfallen. Stattdessen erwarten wir tiefgreifende wirtschaftspolitische Reformen im zweitgrößten Land der Eurozone. Stand der aufgeblähte Staatssektor und der überregulierte Arbeitsmarkt einem breiter angelegten Aufschwung bisher im Weg, gibt vor allem das Anschieben neuer Arbeitsmarktreformen Hoffnung auf eine wachsende internationale Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs. Damit kann das Land zu einem neuen Konjunkturmotor für den gesamten Euroraum werden. Im Vergleich zu unserem Ausblick im Dezember letzten Jahres haben wir unsere Prognose für das französische BIP für 2017 von 1,2 % auf 1,7 % und für 2018 von 1,3 % auf 1,8 % angehoben.

*Zusätzlicher Schub durch die Wahl Macrons zum französischen Präsidenten*

Auch für Deutschland sind wir optimistischer geworden. Die deutsche Wirtschaft wuchs zum Jahresanfang allen politischen Unsicherheiten zum Trotz um kräftige 0,6 % gegenüber dem Vorquartal. Die Aussichten sind mittlerweile so gut, dass es kaum noch besser gehen kann: Das Ifo-Geschäftsklima, ein sehr aussagekräftiger Frühindikator, hat im Juli zum dritten Mal in Folge einen neuen Höchstwert erreicht (Abbildung 4). Das GfK-Konsumklima, ein weiterer Frühindikator, hat die letzten vier Monate auf bereits hohem Niveau weiter zugelegt. Wesentliche Wachstumsimpulse kommen auch 2017 von der Binnennachfrage, vor allem dem Konsum, der durch die weiter zunehmende Beschäftigung und moderate Lohnerhöhungen sowie höhere Renten gestützt wird. Darüber hinaus profitiert die Baukonjunktur, insbesondere der Wohnungsbau, weiter vom niedrigen Zinsniveau. Auch die Unternehmen werden bei unverändert günstigen Finanzierungsbedingungen und abklingenden politischen Risiken angesichts ihres hohen Niveaus an zurückgestellten Investitionen mehr in Maschinen und neue Anlagen investieren. Nicht zuletzt profitiert die deutsche Exportwirtschaft von der anziehenden Konjunktur der Eurozone sowie in den USA und den Schwellenländern. Wir erwarten nun ein BIP-Wachstum von 2 % für 2017 (revidiert von 1,7 %) und von 1,8 % für 2018 (revidiert von 1,6 %).

*Deutschland:  
Besser geht es kaum*

**Abb. 4: Deutschland - BIP-Wachstum und Ifo-Geschäftsklima**



BIP Veränderung gegenüber Vorjahr in %, Ifo-Index in Punkten. Quellen: Deutsches Bundesamt für Statistik, Ifo Institut.

Auch in den anderen Ländern der Eurozone zieht die Binnennachfrage an. Der private Konsum wird bei weiter abnehmender Arbeitslosigkeit und ersten Anzeichen für vorsichtig steigende Löhne Konjunkturstütze bleiben. Darüber hinaus sollten die extrem niedrigen Zinsen dazu beitragen, die Investitionstätigkeit der Unternehmen und auch die Bauinvestitionen anzuregen. Zudem ist der Spielraum für die Staatsausgaben mit der konjunkturellen Erholung und dem Auslaufen der Austeritätsmaßnahmen seit 2015 größer geworden: Wir erwarten einen fiskalischen Impuls von 0,1 % des BIP. Zwar ist der Rückenwind durch relativ niedrige Ölpreise inzwischen abgeflaut, dafür haben sich aber die Exportaussichten bei besseren globalen Konjunkturperspektiven aufgehellt. Auch der Wechselkurs des Euro, der trotz der jüngsten Aufwertung weiter unter seinem langfristig fairen Wert von 1,25 US Dollar pro Euro notiert, hilft ein bisschen. Verglichen mit unserem Ausblick im Dezember 2016 haben wir unsere Wachstumsprognose von jeweils 1,5 % auf 2 % für 2017 und auf 1,9 % für 2018 angehoben.

*Eurozone:  
Wachstumsprognosen  
angehoben*

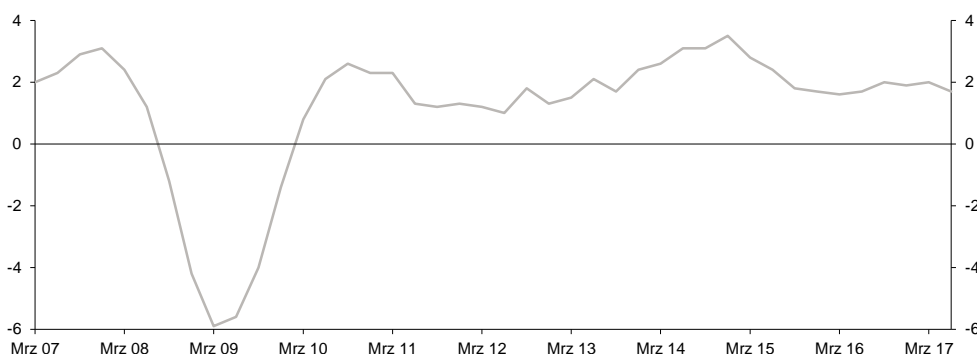
## Großbritannien: Politische Unsicherheit trübt die Konjunktur

(Cornelia Koller)

Nach einem robusten Wachstum von 1,8 % im Jahr 2016 hat die britische Konjunktur in den ersten beiden Quartalen 2017 mit Zuwächsen von 0,2 % und 0,3 % gegenüber dem Vorquartal deutlich an Schwung verloren (Abbildung 5). Im zweiten Quartal konnte der Dienstleistungssektor dank zusätzlicher Umsätze vor allem bei Restaurants, Hotels, Einzelhändlern und der Filmbranche zwar um 0,5 % zulegen. Die Industrieproduktion ging aber um 0,4 % zurück. Wir erwarten jedoch, dass die Industrieproduktion sich aufgrund des Anstiegs der globalen Nachfrage und des schwachen Pfundes im dritten Quartal 2017 erholt und zum Wachstum beisteuert. Für das Gesamtjahr 2017 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,7 %. Damit bleibt das Brexit-geschädigte Land erstmals in diesem Aufschwung hinter der Eurozone zurück. Im Falle eines weichen Brexit – der unserer Meinung nach wahrscheinlicher ist – erwarten wir einen langfristigen Wachstumstrend von 1,8 % anstatt 2,2 % ohne Brexit. Ein harter Brexit – dessen Wahrscheinlichkeit wir auf 30 % schätzen – würde den langfristigen Trend auf 1,5 % drücken.

*Robustes  
Wirtschaftswachstum*

**Abb. 5: Großbritannien - BIP-Wachstum**



In % gegenüber dem Vorjahr. Quelle: Bloomberg.

Nach der vorgezogenen Parlamentswahl im Juni stieg die politische Unsicherheit wieder. Statt ihr Mandat für die Brexit-Verhandlungen zu stärken, verlor Premierministerin Theresa May ihre absolute Mehrheit im Parlament. Der Konjunkturausblick spiegelt diese Entwicklung wider. Während der Einkaufsmanagerindex zuletzt etwas fiel, aber immer noch auf Wachstum hindeutet, markierte der GfK-Verbrauchervertrauensindex für Großbritannien mit –10 Punkten einen Tiefpunkt seit dem Brexit-Referendum letzten Sommer.

*Politische Unsicherheit  
spiegelt sich im  
Konjunkturausblick wider*

Die Inflation liegt seit Februar 2017 über dem von der Bank of England angestrebten Ziel von 2 %. Sie ist allerdings im Juni überraschend von 2,9 % auf 2,6 % gesunken. Für das Gesamtjahr 2017 erwarten wir eine Inflation von 2,7 %. Der Leitzins liegt derzeit bei 0,25 %. Wir erwarten, dass die Bank of England im letzten Quartal 2017 den Leitzins auf 0,5 % anhebt. Innerhalb der Notenbank mehrten sich die Stimmen für einen solchen Schritt. Denn ohne eine etwas straffere Zinspolitik wird die Inflation wohl innerhalb der nächsten beiden Jahre nicht auf 2 % zurückgehen.

*Inflation im Juni  
überraschend gesunken*

## Schweiz: Erholung in Sicht

(Cornelia Koller)

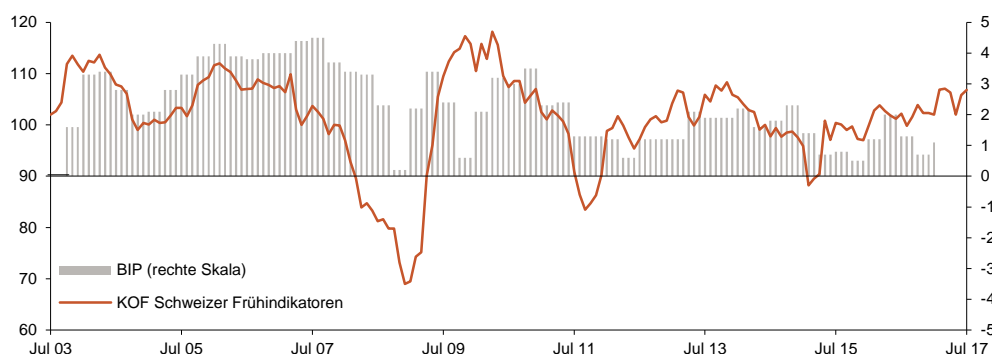
Trotz des weiterhin starken Schweizer Franken im ersten Halbjahr 2017 ist das Wirtschaftswachstum in den letzten beiden Quartalen wieder angesprungen. Im ersten Quartal 2017 wuchs die Schweizer Wirtschaft um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (Daten für das zweite Quartal liegen noch nicht vor). Für das Gesamtjahr 2017 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 1,6 %. Der Aufwertungsdruck nimmt seit den französischen Wahlen im Frühjahr ab, weil die Suche nach sicheren Anlagehäfen wie der Schweiz nachlässt. Derzeit liegt der Kurs bei rund 1,14 Franken pro Euro, somit aber immer noch unter 1,20 Franken, dem Wert zu Zeiten der Bindung an den Euro.

*Aufwertungsdruck auf den Franken lässt nach*

Die Erholung dürfte weitergehen. Das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle (KOF) stieg seit Anfang des Jahres bis Juli um 4,8 Punkte auf 106,8 Punkte an (Abbildung 6). Auch der Einkaufsmanagerindex der Industrie stieg zuletzt stark: Mit 60,1 Punkten liegt er erheblich über der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Dies ist der höchste Wert seit 2011.

*Positiver Konjunkturausblick*

**Abb. 6: Schweiz - BIP-Wachstum und KOF-Konjunkturbarometer**



BIP: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %; KOF in Punkten. Quellen: Bloomberg, Staatsekretariat, KOF.

Nach einem Rückgang der Schweizer Exporte im Vorquartal stiegen der Warenexport im ersten Quartal 2017 um 3,9 % und der Dienstleistungsexport um 3,2 % wieder an. Der Warenexport wurde insbesondere durch Chemie- und Pharmaerzeugnisse, Präzisionsinstrumente, Uhren und Schmuck gestützt. Während die Warenimporte um 1,5 % sanken, wuchsen die Dienstleistungsimporte um 5,7 %. Insgesamt trug die Handelsbilanz im ersten Quartal 2017 positiv zum BIP-Wachstum bei.

*Exporte steigen wieder*

Seit Anfang des Jahres ist die Inflation wieder positiv. Während sie im Februar ihr Jahreshoch bei 0,5 % erreichte, ging sie im Juni allerdings wieder auf 0,2 % zurück. Wir erwarten für 2017 eine Inflationsrate von 0,3 %. Im zweiten Quartal 2017 behielt die Schweizer Nationalbank (SNB) ihr Zielband für den Dreimonats-Libor zwischen -1,25 % und -0,25 % bei. Die SNB schätzt den Franken aber immer noch als überbewertet ein. Der jüngste Anstieg des Euro dürfte der SNB sehr gelegen kommen. Dies vermindert den Druck, notfalls erneut am Devisenmarkt intervenieren zu müssen.

*Inflation kehrt zurück*

## Japan: Wirtschaftslage bessert sich

(Dr. Florian Hense)

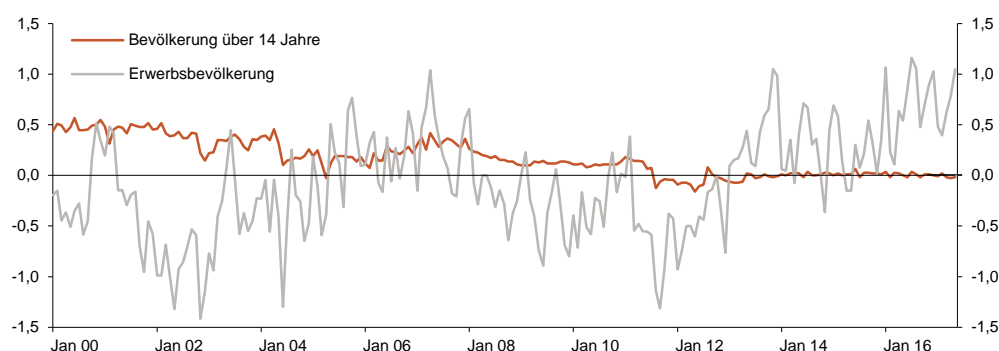
Gut vier Jahre „Abenomics“ haben nicht die wirtschaftspolitischen Erfolge gebracht, die die Regierung von Premierminister Abe bei Amtsantritt versprochen hatte. Allerdings deutet vieles daraufhin, dass sich die Wirtschaft immerhin in die richtige Richtung bewegt. Die Rezession 2014 rückt immer mehr in die Vergangenheit. In den fünf vergangenen Quartalen ist Japans Wirtschaft kontinuierlich gewachsen. Das ist die längste Periode ununterbrochenen Wachstums seit zehn Jahren und bei durchschnittlich 1,5 % über das Jahr gerechnet geradezu überschwänglich für japanische Verhältnisse.

Der private Konsum hat sich weitgehend von dem traumatischen Rückgang um 5 % im Jahr 2014 nach Erhöhung der Mehrwertsteuer erholt und wächst stabil. Trotz demographischer Probleme – die japanische Bevölkerung schrumpft – hat eine über die letzten Jahre deutlich angewachsene Beschäftigungsquote unter Frauen das Arbeitsangebot stabilisiert (Abbildung 7). Die bessere Beschäftigungssituation und steigende Reallöhne treiben die Einkommen nach oben. Zusätzlich profitieren Hausbesitzer von anziehenden Immobilienpreisen (+4,5 % im letzten Jahr). Die Investitionsneigung hat sich zuletzt auch als lebhafter erwiesen. Der schwächere Yen sorgt neben dem Anziehen der weltweiten Konjunktur und weiter starken Wachstums Chinas für neue Impulse im Außenhandel und höhere Unternehmensgewinne. Darüber hinaus unterstützen der Staat und die Bank of Japan (BoJ) weiterhin den Aufschwung, ohne allerdings die strukturellen Probleme Japans energisch genug anzugehen. Solange der Yen nicht deutlich aufwertet oder US-Präsident Trump seinen protektionistischen Worten Taten folgen lässt, rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von durchschnittlich 1,3 % im Jahr 2017 und 1,1 % im Folgejahr. Der Zuwachs geht über das Potenzialwachstum hinaus.

*„Abenomics“ enttäuschend,  
aber Wirtschaft gewinnt an  
Fabrt*

*Privater Konsum hat sich  
erholt, Investitionen und  
Außenhandel lebhafter*

**Abb. 7: Japan - Zuwachs der Bevölkerung und des Arbeitsangebotes**



In % gegenüber dem Vorjahr. Quelle: Ministerium für Innere Angelegenheiten und Kommunikation.

Die Preisentwicklung sollte sich angesichts der guten Konjunktur etwas beschleunigen. Die Deflationsorgen sind fürs erste verflogen. Weil das Inflationsziel von 2 % aber noch weit entfernt ist, wird die BoJ bis auf weiteres – sicherlich bis zum Ausscheiden von Zentralbank-Gouverneur Kuroda im April 2018 – an der äußerst expansiven Geldpolitik festhalten. Das Anleihekaufprogramm bleibt umfangreich und der Leitzins negativ.

*Inflation beschleunigt sich –  
aber die Zentralbank  
überlässt nichts dem Zufall*



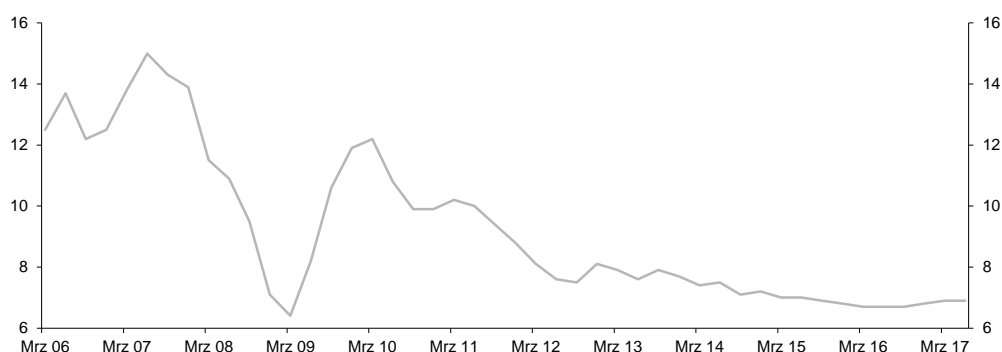
## China: Weiter keine harte Landung, aber höhere Risiken

(Wolf-Fabian Hungerland)

Die chinesische Volkswirtschaft wuchs in der ersten Jahreshälfte mit fast 7 % gegenüber dem Vorjahr (Abbildung 8). Das war etwas schneller, als die Regierung mit 6,5 % im letzten Jahr noch anvisierte – und fast drei Mal so schnell wie der Durchschnitt der entwickelten Volkswirtschaften. So ist China mittlerweile zur zweitgrößten Wirtschaft der Welt aufgestiegen. Mit wachsendem Wohlstand nimmt aber auch das mittelfristige Wachstumspotenzial ab, denn Chinas Lohnstückkosten steigen, was den internationalen Wettbewerbsvorteil – nämlich niedrige Löhne – schmälert.

*Die Wirtschaft wuchs in der ersten Jahreshälfte schneller als erwartet*

**Abb. 8: China - BIP-Wachstum**



In % gegenüber dem Vorjahresquartal Quelle: Bloomberg.

Auf der einen Seite wurde das chinesische Wirtschaftswachstum von positiven fundamentalen Entwicklungen getragen. Das Verbrauchervertrauen und der heimische Konsum haben deutlich zugenommen. Auch der Außenhandel hat seit Jahresbeginn deutlich zugelegt, nachdem die letzten drei Jahre eher von stagnierenden Exporten und abnehmenden Importen geprägt waren. Exporte wuchsen seit Jahresbeginn um durchschnittlich 8,1 % gegenüber dem Vorjahr; sie profitierten vor allem vom etwas schwächeren Yuan (Abbildung 9) und einer erstarkenden Weltwirtschaft. Die Importe wuchsen sogar um durchschnittlich 19,7 %. Dass sich der Außenhandel aber weiter so dynamisch entwickeln wird, ist eher unwahrscheinlich.

*Auf der einen Seite:  
Einige gute  
Fundamentaldaten*

**Abb. 9: China - Handelsgewichteter Yuan**

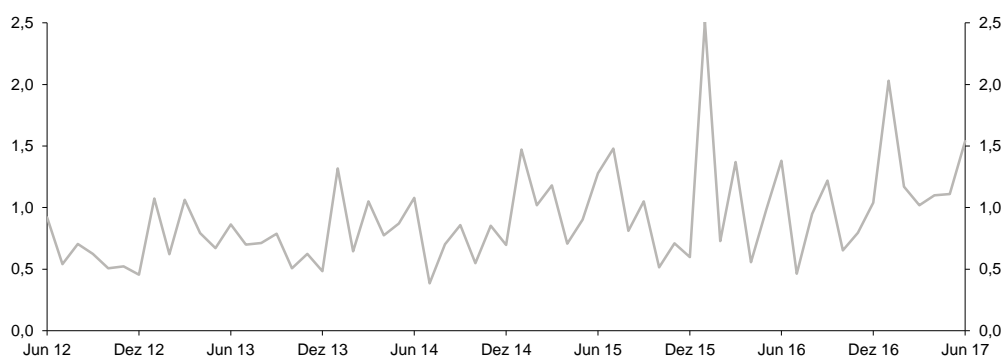


Quelle: Bloomberg.

Auf der anderen Seite steckt hinter Chinas Wirtschaftswachstum ein massives Kreditwachstum (Abbildung 10), das die Regierung zu verantworten hat. Kreditbasiertes Wachstum ist nicht notwendigerweise etwas Schlechtes – ganz ohne geht es gerade in Schwellenländern meist nämlich nicht. Doch vieles deutet darauf hin, dass in China das Kreditwachstum ausufert. Auch die Häuserpreise explodieren. Zudem sind Schattenbanken, also Unternehmen, die wie Banken handeln aber nicht als solche reguliert sind, ein Problem. Auch die wieder zunehmende Rolle, die der Staat in der Wirtschaft spielt, kann auf Dauer gefährlich werden. Diese Gemengelage nährt die Sorge, dass es in einigen Jahren doch noch zu einer harten Landung kommen könnte.

*Auf der anderen Seite:  
Wachstum auf Kredit  
könnte gefährlich werden*

**Abb. 10: China - Anstieg der Kreditsumme**



Monatliche Nettoänderung in Bio. Yuan. Quelle: Bloomberg.

Eine harte Landung wollen Regierung und Notenbank natürlich verhindern. Beispielsweise wurden Banken aufgefordert, ihre Kreditbücher zu überprüfen. Die Geldpolitik dürfte weiter straff bleiben. Das heißt: Maßnahmen, die das Geldmengen- und Kreditwachstum eindämmen sollen, werden das Wirtschaftswachstum in den kommenden Monaten etwas bremsen, aber sie werden wohl das Kreditwachstum handhabbar halten. Das Ganze wird mit Infrastrukturinvestitionen durch die Regierung flankiert. Eine Schuldenkrise inklusive harter Landung erwarten wir also auch weiterhin nicht, auch wenn wir einen solchen Fall nicht ausschließen können. Insgesamt rechnen wir mit rund 6,6 % BIP-Wachstum für 2017 und etwa 6,2 % für 2018.

*Regierung und Notenbank  
wollen harte Landung  
verhindern*

Entspannt hat sich der Konflikt um den Yuan-Wechselkurs. US-Präsident Trump hatte zu Beginn seiner Amtszeit China mehrfach als Währungsmanipulator bezeichnet, ruderete danach jedoch zurück. So wertete der US-Dollar gegenüber dem Yuan seit Monaten nicht weiter ab, sondern stieg zwischenzeitlich sogar leicht. Das zwang die People's Bank of China, die den Wechselkurs managt, zu weniger Interventionen, sodass sich auch die Währungsreserven bei etwas mehr als 3 Bio. US-Dollar stabilisieren konnten.

*Währungskonflikt mit den  
USA entschärft*

Auch politisch bleibt das autoritär regierte Land relativ stabil. Das nächste größere politische Ereignis ist der Kongress der Kommunistischen Partei (KP) im November. Auf der alle fünf Jahre stattfindenden Großveranstaltung werden wichtige Personalentscheidungen gefällt. Xi Jinping dürfte Generalsekretär der KP bleiben. Voraussichtlich werden ihm treue Zöglinge in die Führungsriege aufrücken, da mehrere alte Kader altersbedingt ausscheiden. Das wird Xis persönliche Macht weiter stärken.

*Politisch relativ stabil*

## Indien: Die Wirtschaft wächst - aber reicht Modis Reformeifer?

(Dr. Jörn Quitzau)

Indiens Wirtschaftswachstum fiel im ersten Quartal 2017 mit 6,1 % eher enttäuschend aus. Im Vorquartal hatte das Wachstum noch 7 % betragen und auch im Gesamtjahr 2016 wuchs die indische Wirtschaft um fast 7 %. Der Rückgang im ersten Quartal ist zu einem guten Teil auf die Folgen einer Bargeldreform im vergangenen Jahr zurückzuführen: Im November 2016 wurden die 500- und 1000-Rupie-Scheine abgeschafft. Der Bargeldumlauf wurde dadurch massiv gestört.

*Schwächeres erstes Quartal*

Kurzfristig hat auch die Reform der Mehrwertsteuer („Goods and Services Tax“) etwas zur Unruhe beigetragen. Nachdem es zuvor ein unübersichtliches System von elf gesamt- und einzelstaatlichen Steuern gab, ist die Umsatzbesteuerung seit dem 1. Juli 2017 auf eine landesweit einheitliche Steuer umgestellt worden. Zunächst machten sich die Schwierigkeiten der Umstellung bemerkbar, mittel- und langfristig wird die indische Wirtschaft aber von der Steuervereinfachung profitieren. Die Schätzungen für den daraus resultierenden Wachstumsimpuls gehen zum Teil deutlich über einen Prozentpunkt hinaus. Für das Gesamtjahr 2017 erwarten wir ein Wachstum von bis zu 7,5 %. Damit würde Indien beim Wirtschaftswachstum China erneut hinter sich lassen. Gleichwohl: Beim Pro-Kopf-Einkommen erreicht Indien nur gut ein Viertel des chinesischen Niveaus. Grundsätzlich hat Indien mit seiner jungen Bevölkerung gute Chancen, in den nächsten Jahren eines der am dynamischsten wachsenden Länder der Welt zu bleiben. Aber es besteht weiterhin die Sorge, dass Premierminister Modi wirtschaftlich notwendige Reformen – zum Beispiel am Arbeitsmarkt – nicht entschlossen genug umsetzt und Indien deshalb unter seinen Möglichkeiten bleiben wird.

*Mehrwertsteuerreform wird Wachstum stimulieren*

### Abb. 11: Indische Rupie



In US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

Die Inflation fällt seit Monaten kräftig. Nach 3 % im April und 2,2 % im Mai lag die Inflationsrate im Juni nur noch bei 1,5 %. Indien profitiert dabei als großer Öl-Importeur vom niedrigen Ölpreis. Die Notenbank hat den Leitzins deshalb Anfang August um 25 Basispunkte auf 6,00 % gesenkt. Erwartungsgemäß hat es dadurch etwas Druck auf die Rupie gegeben. Allerdings ist dies von einem erhöhten Niveau aus geschehen, denn die Rupie hatte in der ersten Jahreshälfte gegenüber dem schwächelnden US-Dollar spürbar zugelegt (Abbildung 11).

*Inflation stark rückläufig*

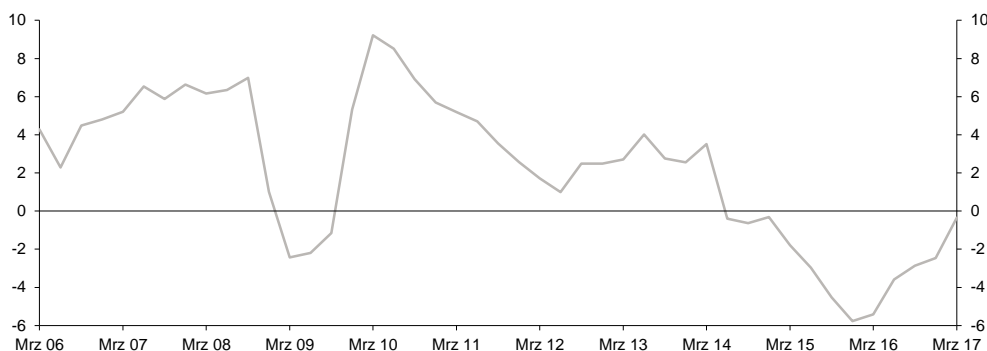
## Brasilien: Präsident Temer unter Druck

(Wolf-Fabian Hungerland)

Brasilien erholt sich ganz langsam von einer Rezession, in der sich das Land die letzten beiden Jahre befand. Im ersten Quartal dieses Jahres schrumpfte die Wirtschaftsleistung nur noch um 0,3 % (Abbildung 12), vor allem wegen sehr guter Ernten. Doch die Konjunkturaussicht ist gut. Für 2017 erwarten wir insgesamt ein Wachstum von etwa 0,4 % und für 2018 etwa 1,8 %. Die Abwärtsrisiken sind vor allem politischer Natur.

*Auf dem Weg aus  
der Rezession*

**Abb. 12: Brasilien - BIP-Wachstum**



In % gegenüber dem Vorjahresquartal. Quelle: Bloomberg.

Brasilien steckt weiter in einer politischen Krise. Gegen Präsident Temer sind mehrere Anzeigen wegen massiver Bestechung erstattet worden. Das geringe Vertrauen in den Präsidenten behinderte die nötige Reformpolitik und hat Verbraucher- und Investorenvertrauen einbrechen lassen. Temer weist aber alle Anschuldigungen von sich – und überlebt bislang politisch: Anfang August entschied sich das Parlament gegen ein offizielles Korruptionsverfahren gegen den Präsidenten und im Juni bestätigte das oberste Wahlgericht, dass die Wahlen von 2014 nicht annulliert werden. Doch es brodeln in Brasilia; nur noch 5 % der Bevölkerung stimmt der Politik des Präsidenten zu. Ein erzwungener Rücktritt Temers und vorgezogene Wahlen sind weiter möglich.

*Präsident Temer steht  
zunehmend unter Druck*

Die nächsten Wahlen sind für Oktober 2018 geplant. Temer darf nicht wieder antreten. Dafür könnten viele andere Kandidaten in die Stichwahl kommen. Das Rennen um die Präsidentschaft ist also offen, auch was den wirtschaftspolitischen Kurs angeht. Weil parallel auch Wahlen zum Kongress, für die Gouverneure sowie für die Parlamente einiger Bundesstaaten stattfinden, wird das nächste Jahr ein Superwahljahr. Die Wahlen werden mit nahendem Herbst 2018 wahrscheinlich immer mehr die Schlagzeilen – und damit auch die Schwankungen der brasilianischen Vermögenswerte beeinflussen.

*2018 wird Superwahljahr*

Doch es herrscht kein totaler Stillstand. Die Notenbank will wegen fallender Inflation (2017: etwa 3,7 %) ihr Inflationsziel bis 2021 von 4,5 auf 4 % senken. Zudem wurde erst im Juli ein wichtiges Gesetz durch das Parlament gebracht, das den Arbeitsmarkt flexibler machen soll. Wichtig ist nun, dass die Regierung noch das Renteneintrittsalter auf 65 Jahre anhebt. Das würde zu großen – und bitter nötigen – Einsparungen im Haushalt führen.

*Aber: Es herrscht kein  
Totalstillstand*

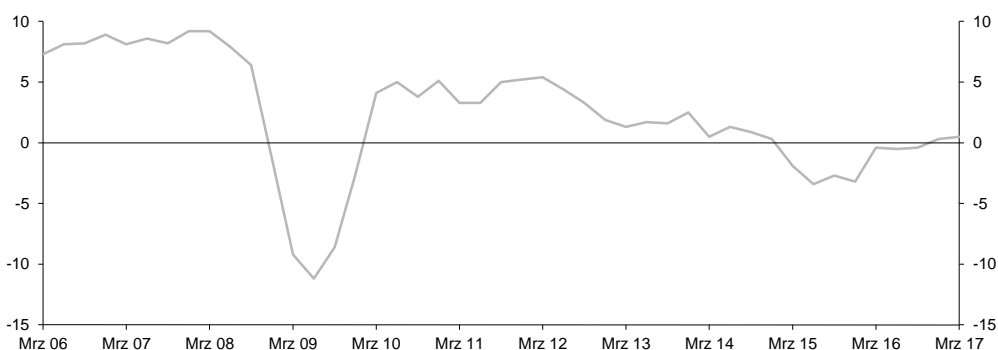
## Russland: Erholung in Zeitlupe

(Wolf-Fabian Hungerland)

Russlands Wirtschaft erholt sich weiter in Zeitlupe. Die Rezession, die 2014 begann, ist vorbei (Abbildung 13), die Inflation normalisiert sich (2017: 4,3 %) und die Haushaltszahlen sind besser als erwartet. Doch einen Boom wird es auch nicht geben. Russlands Petrowirtschaft leidet weiter unter Strukturschwäche und politischen Risiken. Wir erwarten 1,2 % BIP-Wachstum in diesem und 1,9 % im nächsten Jahr.

*Weiter auf Erholungskurs,  
aber sehr langsam*

**Abb. 13: Russland - BIP-Wachstum**



In % gegenüber dem Vorjahresquartal. Quelle: Bloomberg.

Die Öl-Märkte beeinflussen die russische Konjunktur maßgeblich. Diese basiert immer noch vorrangig auf dem Verkauf von Energieressourcen; die Staatseinnahmen kommen zu etwa einem Drittel vom Öl. Der über das letzte Jahr relativ stabile Ölpreis half Russland also. Dahinter steht ein Abkommen, das Russland und andere ölfördernde Staaten geschlossen haben. Sie produzieren künstlich weniger Öl, um den Preis nach oben zu treiben. Aber der Deal ist instabil und amerikanisches Fracking hält Öl weiter günstig. Wir erwarten in unserem Hauptszenario, dass der Deal bis Sommer 2018 hält und dann ausläuft. Eine Verlängerung ist auch möglich, aber ein Problem dabei würde wachsen, nämlich: Das Abkommen verhindert Wettbewerb untereinander und mindert damit den Druck für die beteiligten Regierungen, ihre Wirtschaften zu modernisieren. Der später drohende Anpassungsschock wird also umso größer, je länger der Deal in Kraft ist.

*Russlands Öl-Deal hat eine  
Atempause gebracht, aber  
das Abkommen ist wacklig  
und setzt falsche Prioritäten*

Geopolitik und Russlands Beziehungen zum Westen beeinflussen ebenfalls die Wirtschaft: Die westlichen Sanktionen aufgrund der russischen Annexion der Krim sowie Moskaus Rolle im Ukraine-Konflikt sind weiter in Kraft. Die USA haben die Sanktionen gerade erst verschärft. Dazu kommen Importrestriktionen gegen westliche Nahrungsmittel, die Moskau als Antwort einführte. So sprießen außerhalb des Energiesektors zarte Blüten industriellen, importersetzenden Wachstums. Doch auch hier wird der Wettbewerb künstlich ferngehalten, sodass ein Anpassungsschock nach Ende der Sanktionen droht. Außerdem behindern die Sanktionen den für Russland unerlässlichen Technologietransfer. Diese schmälert die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen.

*Die Sanktionen wirken  
– wie beim Öl-Deal –  
kurzfristig eher gut,  
langfristig eher schlecht*

Die Präsidentschaftswahl 2018 dürfte dagegen relativ konjunkturneutral verlaufen. Trotz anschwellender Opposition wird Präsident Putin vermutlich wieder gewinnen.

*Präsidentschaftswahl 2018  
kein großes Risiko*

## Türkei: Konjunkturkatastrophe vorerst vermieden

(Wolf-Fabian Hungerland)

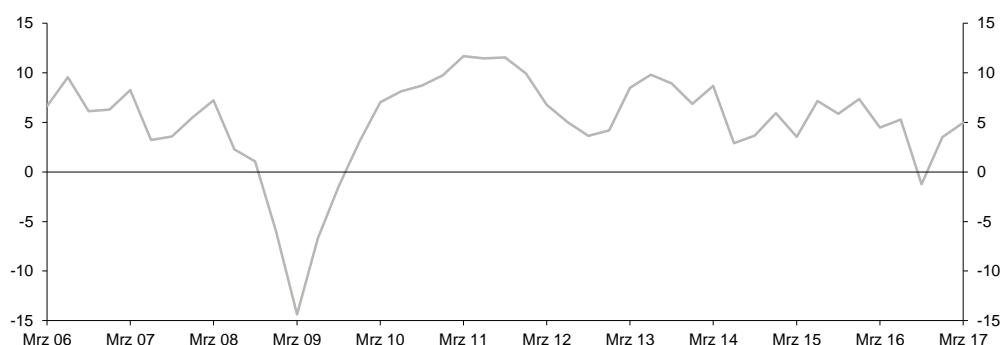
Das letzte Jahr war das turbulenteste der jüngeren türkischen Geschichte: Ein gescheiterter Putschversuch, gefolgt von über 150 000 Entlassungen und über 50 000 Verhaftungen, einer kriselnden Wirtschaft, abkühlenden Beziehungen zur EU (vor allem zu Deutschland) und dann einer Verfassungsreform, die Demokratie und Rechtsstaatlichkeit schleift. Desaströse Zustände – die Konjunkturkatastrophe blieb aber vorerst aus.

*Das letzte Jahr war das turbulenteste der jüngeren türkischen Geschichte*

Seit 2013 haben Staatsausgaben einen wachsenden Anteil am türkischen Wirtschaftswachstum erlangt. Die Regierung legte noch einmal nach, nachdem die Wirtschaft im dritten Quartal 2016, also nach dem Putschversuch, schrumpfte (Abbildung 14): Mit Steuererleichterungen, Kreditgarantien im Wert von rund 5 % des BIP, mehr Staatsausgaben und diversen Arbeitsmarktmaßnahmen hat Ankara die Nachfrage gestützt. Der Haushalt ließ das zu, da die Regierung vorher ihr Geld vergleichsweise diszipliniert ausgegeben hatte. Auch billiges Öl half dabei, eine Rezession zu vermeiden, ebenso wie eine umstrittene Reform der Art, wie die Türkei ihr Bruttoinlandsprodukt berechnet. Seit dieser Reform ist die Wirtschaft fast 20 % größer – zumindest auf dem Papier.

*Massive Staatshilfen helfen, die Turbulenzen abzufedern*

**Abb. 14: Türkei - BIP-Wachstum**



In % gegenüber dem Vorjahresquartal. Quellen: Bloomberg, TurkStat.

Klar aber ist: Eine Rezession wurde vermieden. Der Konsum wächst und *endlich* auch die Exporte. Endlich deshalb, weil die türkischen Exporteure trotz vier Jahren Lira-Sinkflugs und damit wechselkursbedingt günstigeren Exportpreisen lange schwächelten. Auch die Inflation (Juli: 9,8 %) fällt langsam, während die Lira etwas stabiler geworden ist. Insgesamt erwarten wir 3,4 % BIP-Wachstum in diesem Jahr und 3,2 % für 2018.

*Rezession vermieden*

Doch die Türkei bleibt überdurchschnittlich krisenanfällig. Das Zwillingsdefizit in Leistungsbilanz (2017: 4,2 % des BIP) und Staatshaushalt (2017: etwa 2,5 % des BIP) steigt. Die Abhängigkeit von ausländischem Kapital bleibt also, während Investoren die Staatskasse kritischer beäugen. Außerdem enttäuschen die Investitionen immer noch. Mittelfristig wird schwächere Rechtsstaatlichkeit auch ausländische Direktinvestoren verschrecken. Schließlich bleibt es innenpolitisch angespannt. Die Notstandsgesetze gelten weiter, spätestens 2019 stehen Präsidentschafts- und Parlamentswahlen an und der autoritärer werdende Präsident Erdogan wird alles tun, um seine Macht zu erhalten.

*Aber: Die Türkei bleibt überdurchschnittlich krisenanfällig*

## Polen: Robustes Wachstum

(Wolf-Fabian Hungerland)

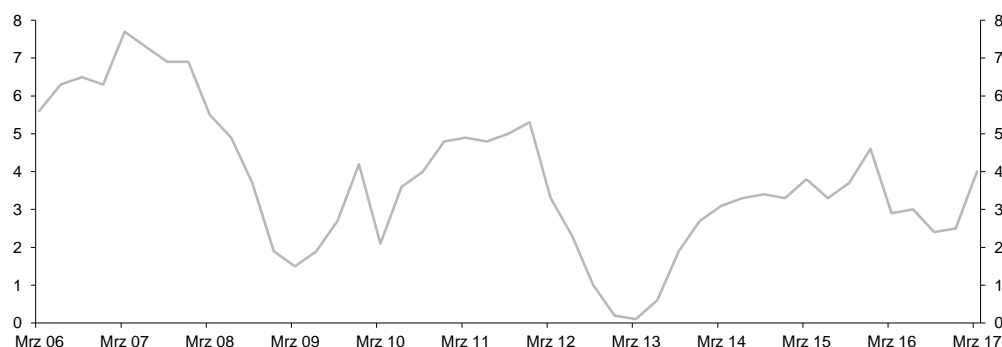
Polens Konjunktur ist robuster als erwartet. Seit die europakritische, nationalkonservative *Recht und Gerechtigkeitspartei* Ende 2015 an die Macht kam, wuchs die Sorge, dass Populismus und unverantwortliche Haushaltspolitik Investoren verschrecken und die Staatsfinanzen ruinieren würde. Auch wenn diese Sorgen weiter bestehen, traten sie aber bisher kaum ein. Polen erfüllt weiter das Maastricht-Kriterium, dass der Haushalt nicht tiefer als 3 % des BIP ins Minus rutscht. Das Budgetdefizit bleibt 2017 bei etwa 2,5 % des BIP, die auch schon 2016 erreicht wurden (für 2018 erwarten wir 2,9 %).

*Konjunktur robuster  
als erwartet*

Dass Polen die Erwartungen übertrifft, ist zum einen dem Konjunkturaufschwung in Westeuropa geschuldet. So stiegen die Exporte und die Arbeitslosigkeit fiel. Zum anderen kurbelten auch höhere Staatsausgaben zum Beispiel in Form eines deutlichen höheren Kindergeldes den privaten Verbrauch an. So wuchs die Wirtschaft im ersten Quartal dieses Jahres um satte 4 % gegenüber dem Vorjahr (Abbildung 15).

*Exporte ziehen an,  
Staatsausgaben stimulieren*

**Abb. 15: Polen - BIP-Wachstum**



In % gegenüber dem Vorjahresquartal. Quelle: Bloomberg, Polnisches Statistikamt.

Durch die starke Konjunktur normalisiert sich auch die Inflation. Nach der großen Finanzkrise fiel das Preisniveau stark und dauerhaft. Diese Deflation ließ den relativen Wert von Schulden steigen. Das drängte die Verbraucher zum Schuldenabbau auf Kosten des Verbrauchs. Das ist nun vorbei. Wir erwarten eine Inflationsrate von 1,9 % in diesem und 2 % im nächsten Jahr. Die Notenbank half dabei, indem sie seit 40 Monaten den Leitzins bei 1,5 % belässt und diesen auch erst 2018 anheben wird.

*Die Inflation  
normalisiert sich*

Der Kurs der Regierung dürfte populistisch, eher europakritisch und autoritär angehaucht bleiben. Die Regierung will den Einfluss wichtiger Kontrollen der Exekutive (des Verfassungsgerichtes, der Opposition, der EU) schleifen. Das sorgt immer wieder für Straßenproteste und macht auch ernsthafte Strafmaßnahmen Brüssels, zum Beispiel durch den Entzug des Wahlrechts bei EU-Entscheidungen, wahrscheinlicher. Warschau wird also weiter für irritierende Schlagzeilen sorgen. Diese können an den Märkten kurzfristige Schwankungen auslösen. Parallel sorgen Maßnahmen wie die Senkung des Renteneintrittsalters auf 65 für Männer und 60 für Frauen (von jeweils 67) zum Ende des Jahres weiter für Missmut gegenüber der Haushaltspolitik Warschaus.

*Die Regierung bleibt  
europakritisch und  
populistisch*



## FINANZMÄRKTE

### Aktien: Solides Gewinnwachstum

#### Europa

(Andreas Strobl)

Seit Jahresbeginn zeigten die europäischen Aktienmärkte eine erfreuliche Kursentwicklung. Untermuert wurde die positive Performance der europäischen Aktienmärkte durch gute Konjunkturdaten sowie hohe Unternehmensgewinne. So stiegen im ersten Quartal 2017 im Vergleich zum Vorjahr die Gewinne beim STOXX Europe 600 um 24 %. Gleichzeitig haben sich die politischen Risiken in Europa insbesondere nach den französischen Präsidentschaftswahlen deutlich reduziert. Hinsichtlich der Sektorentwicklung zeigte sich seit Jahresbeginn kein einheitliches Bild. Der „Trump Trade“, also die Wette auf US-Unternehmen, die besonders von Trumps angekündigter Politik profitieren würden, und die Positionierung auf eine Reflationierung der Wirtschaft, also steigende Preisniveaus, wurden zurückgedreht. Angeführt wird die Liste der Sektoren von den Technologie-, Konsumgüter- und Industrieunternehmen, während der Ölsektor als einziger ein deutliches Minus seit Jahresanfang aufweist.

*Aktienkurse in Europa  
durch Unternehmensgewinne  
untermuert*

Nach einer sehr erfreulichen Performance seit Jahresbeginn sind die Märkte jedoch zuletzt in eine Konsolidierungsphase eingeschwenkt. Wir erwarten, dass sich diese in den nächsten Wochen fortsetzen wird: Für den breiten europäischen Aktienmarkt erwarten wir für das Jahr 2017 insgesamt weiterhin ein Gewinnwachstum von etwa 14 %. Dennoch beinhaltet die politische Situation vor allem in den USA weiterhin erhöhtes Unsicherheitspotenzial. Auch muss die Auswirkung der Euro-Stärke der letzten Wochen auf die Gewinnentwicklung von exportorientierten europäischen Unternehmen im Auge behalten werden.

*Märkte zuletzt in  
Konsolidierungsphase  
eingeschwenkt*

Die Bewertung der europäischen Aktienmärkte liegt zwar über dem historischen Durchschnitt, allerdings ist diese angesichts der niedrigen Zinsen bei Anleihen noch als akzeptabel einzustufen. Gleichwohl sind die Erwartungen der Marktteilnehmer für die Entwicklung der Unternehmensgewinne bereits hoch. Deshalb ist es fraglich, ob die laufende Berichtssaison die Aktienmärkte in der Breite weiter beflügeln kann.

*Märkte müssen vor dem  
Hintergrund des anhaltenden  
Niedrigzinsumfeldes  
betrachtet werden*

Die entscheidenden Rahmendaten für den europäischen Aktienmarkt bleiben positiv. Wir haben die Kursniveaus der vergangenen Wochen genutzt, um selektiv Gewinne zu realisieren. Doch bleiben wir hinsichtlich der Aktienquote leicht übergewichtet mit einer Präferenz für den europäischen Aktienmarkt. Wir erwarten, dass sich die Seitwärtsbewegung der Aktienmärkte fortsetzen wird. Mögliche Volatilitäten am Markt würden wir für selektive Investments nutzen.

*Fazit:  
Europäische Aktien  
übergewichten*



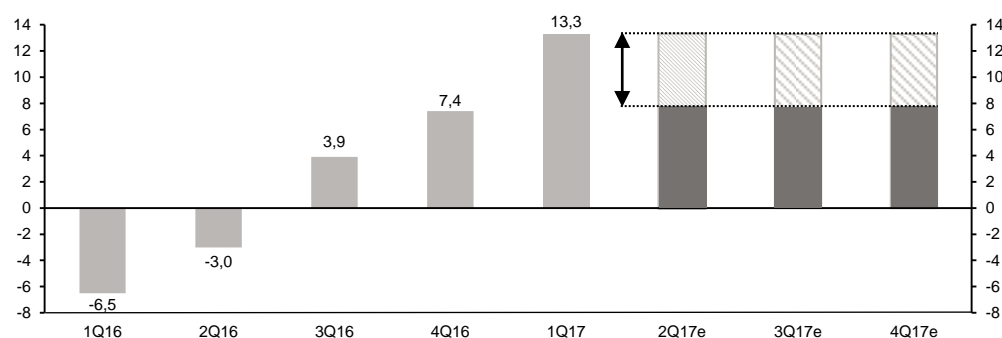
## USA

(Till Budelmann)

Der Aufwärtstrend am amerikanischen Aktienmarkt setzte sich in der ersten Jahreshälfte mit neuen Höchstständen fort. Selbst hinter den Erwartungen gebliebene Makrodaten und die Gerüchte um ein Einwirken Russlands auf den Ausgang der Präsidentschaftswahlen haben die Märkte nur kurzzeitig beeinflusst.

Das Gewinnwachstum des S&P 500 von 13 % im ersten Quartal dieses Jahres (im Jahresvergleich) beeindruckt. Es liegt deutlich über dem Wachstum der letzten Quartale. Der Wandel von einem zinsgetriebenen zu einem von Unternehmensgewinnen getriebenen Bullenmarkt setzt sich somit fort. Für die nächsten Quartale erwarten wir einen Gewinnzuwachs von etwa 7 % bis 13 % pro Quartal, also Werte, die in etwa zwischen den beiden letzten Quartalen liegen (gestrichelter Bereich in Abbildung 16). Bildlich gesprochen würde sich nach der „Treppe“ demnach nun eine Art „Plateau“ ausbilden.

**Abb. 16: S&P 500 - Gewinnwachstum**



In % im Jahresvergleich; e = unsere Erwartung; gestrichelter Bereich entspricht Erwartungstreue. Quellen: Zacks Investment Research, Berenberg.

Das neue Gleichgewichts-Kurs-Gewinn-Verhältnis (Forward PE) des S&P 500 scheint sich um 18 eingependelt zu haben. Obwohl dies im historischen Vergleich überdurchschnittlich erscheint, würden wir angesichts des niedrigen Zinsumfeldes und der veränderten Indexkomposition weiterhin nicht von einer Überbewertung sprechen.

Während im ersten Halbjahr bei den größeren US-Indizes eine historisch niedrige Volatilität zu beobachten war, gab es unterhalb der Oberfläche viel Bewegung. Large Cap-Unternehmen haben Mid Caps deutlich outperformt und diese wiederum Small Caps. Value-Aktien, die großen Gewinner der Trump-Wahl, hinkten Wachstums-Titeln (insbesondere Technologie-Aktien) hinterher. In der zweiten Jahreshälfte könnte das Pendel nun wieder zurückschlagen – wir erwarten vor allem einen starken Finanzsektor.

Letztendlich spricht auch die Stimmung für eine Fortsetzung des mittlerweile achtjährigen Bullenmarktes in den USA. Von Hochstimmung kann nach wie vor keine Rede sein. Wir scheinen noch lange nicht in der letzten Phase eines Bullenmarktes angekommen zu sein, in der die Stimmung oftmals in Euphorie umschlägt und der Markt überschießt.

*Positive erste Jahreshälfte mit neuen Höchstständen*

*Bei den Unternehmensgewinnen könnte sich nach der „Treppe“ nun eine Art „Plateau“ ausbilden*

*US-Aktienmarkt weiterhin nicht überbewertet*

*Kaum Volatilität bei den großen Indizes, aber viel Bewegung unterhalb der Oberfläche*

*Euphorie in weiter Ferne*

## Anleihen: Rückkehr der Inflation langsamer als erwartet

(Cornelia Koller)

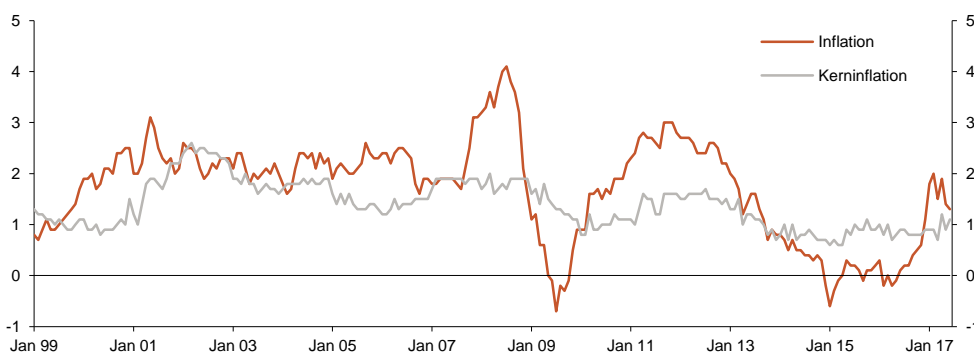
Die Entwicklung am Rentenmarkt wird auch in diesem Jahr stark von den politischen Ereignissen und der Inflation beziehungsweise den Inflationserwartungen bestimmt. Auf der einen Seite ließen die von US-Präsident Trump angekündigten kreditfinanzierten Infrastrukturinvestitionen Inflationserwartungen und Zinsen vor allem in den USA zu Jahresanfang spürbar steigen. Auch in der Eurozone zogen die Renditen wegen des recht stabilen Ölpreises und der guten Konjunktur an. Einen zusätzlichen Schub nach oben brachten die pro-europäisch verlaufenen Wahlen in den Niederlanden und vor allem die Wahl Macrons zum französischen Präsidenten. Auf der anderen Seite wurde der Renditeanstieg durch zunehmende Zweifel an der Durchsetzbarkeit von Trumps Plänen für einen großen konjunkturellen Stimulus sowie durch die langsamer als erwartete Rückkehr der Inflation gedämpft.

*Zinsentwicklung von Inflation und politischen Einflüssen geprägt*

War die Inflation in der Eurozone energiepreisgetrieben bis April auf 1,9 % geklettert, ist sie im Zuge wieder nachgebender Ölpreise im Sommer auf 1,3 % (Juli) zurückgefallen. Damit hat sie sich wieder von der Zielmarke der EZB von „unter, aber nahe 2 %“ wegbewegt. Zudem verharrt die Kernrate der Inflation, also ohne die Energie- und Nahrungsmittelpreise, auf hartnäckig niedrigem Niveau, auch wenn sie zuletzt von 1,1 % auf 1,2 % gestiegen ist (Abbildung 17). Wir sehen das 2 %-Ziel selbst bis 2019 nicht als erreichbar an. Im Jahresdurchschnitt 2017 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,5 % für die Eurozone (Deutschland: 1,6 %).

*Inflation weiter gedämpft*

**Abb. 17: Eurozone - Inflation**



Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel Quelle: Eurostat.

Die EZB wird mit Blick auf die nur zögerlich anziehende Teuerung vorerst noch an ihrer ultra-lockeren, unkonventionellen Geldpolitik festhalten. So bedarf es aus ihrer Sicht weiterhin eines „sehr erheblichen Grades“ an monetärer Unterstützung, damit die niedrige Kerninflation langsam nach oben streben kann. Das laufende Wertpapierankaufprogramm<sup>1</sup> wird daher noch mit einem monatlichen Volumen von 60 Mrd.

*EZB-Politik bleibt expansiv*

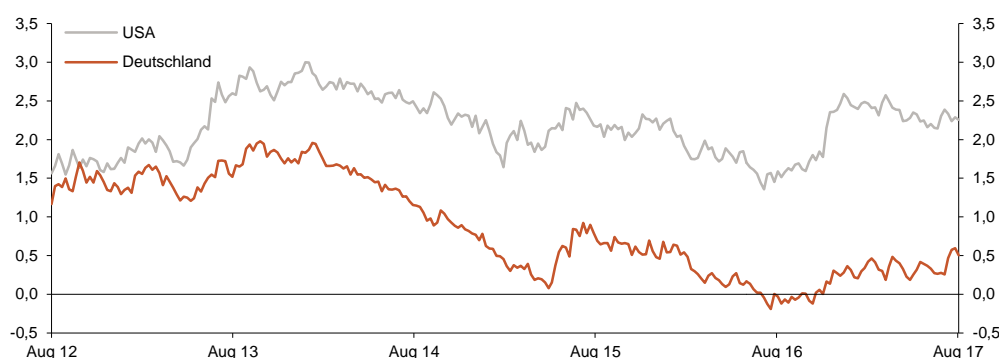
<sup>1</sup>Mindestens bis Ende Dezember 2017 will die EZB monatlich 60 Mrd. Euro für den Kauf von Kreditverbriefungen (ABS, Asset-Backed Securities) und gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) sowie öffentlichen Anleihen und Unternehmensanleihen ausgeben. Die EZB hat inzwischen Vermögenswerte des öffentlichen Sektors in Höhe von 1.649,3 Mrd. Euro und seit Anfang Juni 2016 Vermögenswerte des Unternehmenssektors in Höhe von 101,1 Mrd. Euro

Euro bis Dezember 2017 fortgesetzt. Nachdem EZB-Präsident Draghi allerdings Ende Juni die Möglichkeit einer graduellen Rücknahme des geldpolitischen Stimulus andeutete, stiegen die Renditen spürbar an: Notierten zehnjährige Bundesanleihen Mitte Juni noch bei etwa 0,2 %, kletterten sie Mitte Juli auf rund 0,6 % (Abbildung 18).

Wir erwarten, dass die EZB ihren Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik in behutsamen Schritten vollziehen wird. Anfang September 2017, wenn neue Projektionen zu Konjunktur und Inflation vorliegen, wird sie ein neues Signal senden. Konkret erwarten wir, dass die EZB den Ankauf von Vermögenswerten noch einmal über den Dezember 2017 hinaus verlängern, das Volumen der monatlichen Käufe aber ab Januar 2018 schrittweise reduzieren wird. Im Herbst 2018 könnte das Programm dann beendet werden. Mit der ersten Erhöhung ihres Refinanzierungssatzes wird die EZB voraussichtlich bis zum Herbst 2019 warten.

*Wertpapierankaufprogramm:  
Einstieg in den Ausstieg  
Anfang 2018*

**Abb. 18: Deutschland und USA - Renditen zehnjähriger Staatsanleihen**



In %. Quelle: Bloomberg.

Tendenziell sprechen die guten Konjunkturdaten, der Zinserhöhungszyklus der Fed – wir erwarten für 2017 noch einen und für 2018 bis zu drei weitere Schritte um jeweils 25 Basispunkte nach oben – und die ausgepreisten Wahlrisiken in der Eurozone für etwas höhere Zinsen auf beiden Seiten des Atlantiks. Zudem ist eine graduelle Rücknahme des geldpolitischen Stimulus durch die EZB mittelfristig absehbar. Die zuletzt wieder nachgebende Inflation und die zunehmenden Zweifel an der Realisierbarkeit von US-Präsident Trumps wirtschaftspolitischen Plänen dämpfen den Renditeanstieg allerdings. Bundesanleihen werden bei weiter bestehenden geopolitischen Risiken zudem als sicherer Anlagehafen gefragt bleiben und die Zinsen daher weiterhin unter Schwankungen nur sehr moderat steigen. Mit Blick auf die konjunkturelle und politische Gemengelage erwarten wir bis Mitte 2018 einen sanften Anstieg der Renditen für zehnjährige Bundesanleihen auf 0,9 %. Zehnjährige US-Staatsanleihen dürften dann um 2,8 % rentieren. Eine klare Wende hin zu deutlich höheren Zinsen zeichnet sich angesichts der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB vorerst nicht ab.

*Moderater Zinsanstieg*

erworben. Im Rahmen des 3. Programms zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen wurden 224,6 Mrd. Euro angekauft, ABS Anleihen wurden in Höhe von 24,7 Mrd. Euro erworben (Stand: 21. Juli 2017).



## Währungen: Stimmungswechsel am Devisenmarkt

(Dr. Jörn Quitzau)

Zum Jahreswechsel 2016/2017 sah vieles danach aus, als könnte der US-Dollar so etwas wie die „Währung des Jahres“ werden. Die Zuversicht war groß, dass die angekündigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Trump-Regierung und die Kapitalflüsse Richtung Amerika den US-Dollar weiter nach oben treiben könnten. Viele Analysten haben deshalb den Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar bis zur Parität oder sogar darunter sinken sehen. Selbst wir – als grundsätzliche Euro-Optimisten – hielten die Parität als kurzfristigen Ausrutscher für möglich, obwohl der faire Wert etwa bei 1,25 US-Dollar je Euro liegt. Die Stimmung am Devisenmarkt war so sehr für den Dollar und gleichzeitig lauerten in Europa eine Reihe politischer Risiken, dass eine Übertreibung des Wechselkurses bis zur Parität durchaus möglich schien.

*Positive US-Dollar-  
Aussichten zu  
Jahresbeginn 2017*

Inzwischen ist es zu einem markanten Stimmungsumschwung am Devisenmarkt gekommen. US-Präsident Trump konnte seine wirtschaftspolitischen Versprechen bisher nicht umsetzen; stattdessen haben sich immer mehr Zweifel an seiner Durchsetzungsfähigkeit breit gemacht. Zudem zeigt sich die US-Notenbank Fed bei ihrem Straffungskurs zögerlicher als erwartet. Gleichzeitig haben sich die Aussichten für die Eurozone deutlich aufgehellt. Nachdem sich die europakritischen Kräfte bei den Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich nicht durchsetzen konnten, haben sich die größten politischen Risiken aufgelöst. Außerdem läuft die Konjunktur in der Eurozone derzeit rund.

*Enttäuschung über die  
USA, Erleichterung in  
Europa*

Die veränderten Vorzeichen gelten auf breiter Front, wie ein Blick auf die handelsgewichteten Wechselkurse zeigt. Der handelsgewichtete Dollarkurs gibt an, wie sich der Dollar gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartnerländer verändert. Seit März 2015 bewegt sich der US-Dollar unter Schwankungen seitwärts. Statt des zu Jahresbeginn erwarteten Ausbruchs nach oben hat der Dollar wieder nachgegeben. Noch bewegt er sich innerhalb der seit 2015 geltenden Seitwärtsrange, aber bei anhaltender Schwäche wäre schon bald die Marke für einen neuen Abwärtstrend durchbrochen (Abbildung 19).

*US-Dollar unter Druck*

**Abb. 19: Handelsgewichteter US-Dollar**



Quelle: Bloomberg.

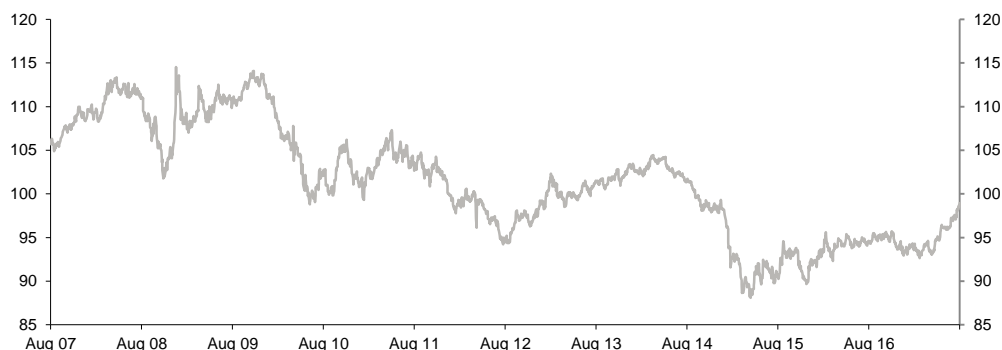
Der handelsgewichtete Eurokurs hat dagegen einen Sprung nach oben gemacht (Abbildung 20). Trotz der nach wie vor äußerst expansiven EZB-Politik hat sich die Gemeinschaftswährung von ihrem Tiefstand inzwischen weit entfernt. Mittlerweile notiert der handelsgewichtete Eurokurs gut 4 % über dem Wert, auf dem der Euro zum Zeitpunkt der berühmten „Whatever it takes“-Rede von EZB-Präsident Draghi im Jahr 2012 notierte. Einen so hohen Stand hat der Euro nicht mehr erreicht, seit die EZB ihr Anleiheankaufprogramm Anfang 2015 gestartet hat.

*Eurokurs auf höchstem Stand seit zweieinhalb Jahren*

Der bilaterale Wechselkurs ist Anfang August bis über 1,19 US-Dollar je Euro gestiegen. Die Dynamik des Euro-Comebacks spricht dafür, dass viele Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischt wurden und nun ihren überzogenen Dollar-Optimismus korrigieren müssen. Der Eurokurs ist deshalb innerhalb von nur gut drei Monaten um mehr als zehn Cent gestiegen. Eine baldige, moderate Gegenbewegung sollte deshalb nicht überraschen. Mit Blick auf die nächsten sechs bis zwölf Monate dürfte sich der Markt aber auf dem aktuellen Niveau oder sogar etwas darüber einrichten. Voraussetzung dafür ist, dass sich die Konjunktur weiter so erfreulich entwickelt, dass die EZB-Politik entlang der von uns erwarteten Linien verläuft und dass sich Italien nicht zu einem größeren Problem entwickelt.

*Die Aussichten für die Eurozone weiter positiv*

**Abb. 20: Handelsgewichteter Euro**



Quelle: Bloomberg.

Das britische Pfund pendelt seit dem Brexit-Votum im Sommer letzten Jahres auf niedrigem Niveau vor sich hin. Es dürfte auch in den nächsten Monaten schwach und volatil seitwärts weitergehen. Die vielen Ungewissheiten, die mit dem Brexit einhergehen, lasten weiter auf der britischen Währung. Rückenwind könnte das Pfund von der Geldpolitik bekommen, denn die Bank of England wird bei einer Inflationsrate von über 2 % wohl früher als die EZB ihre Geldpolitik straffen. Wir erwarten für Großbritannien bis Ende 2018 einen Anstieg des Leitzinses um 75 Basispunkte auf 1,0 %. Die EZB dürfte im gleichen Zeitraum zwar ihre Anleihekäufe sukzessive zurückführen, den Leitzins wird sie dabei jedoch voraussichtlich nicht anheben und bei 0 % belassen. Die mit dem Brexit verbundenen Unwägbarkeiten auf der einen und die Zinserhöhungen auf der anderen Seite dürften sich in ihrer Wirkung weitgehend neutralisieren. Wir sehen also keinen neuen starken Trend. Angesichts der unübersichtlichen Brexit-Situation sind größere Ausschläge in beide Richtungen aber jederzeit möglich.

*Kein neuer Trend für das Pfund*

## STRATEGIE

(Dirk Trochelmann)

### Aktien: Positive Aussichten

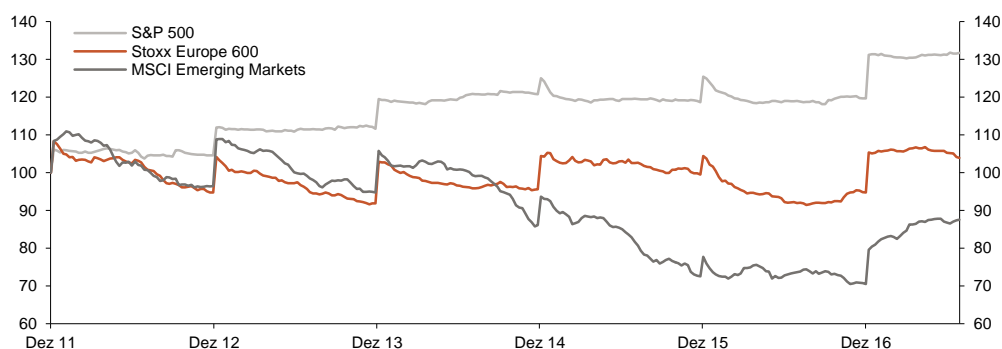
In unserem Ausblick für das Jahr 2017 letzten Dezember leiteten wir aus dem makro- und mikroökonomischen Umfeld ein Übergewicht von Aktien generell und im Speziellen von europäischen Aktien ab. Aus Sicht eines Euro-Investors war dies bisher die richtige Positionierung. So haben Aktien den breiten europäischen Staatsanleihemarkt deutlich in der Wertentwicklung geschlagen und europäische Aktien erzielten eine bessere Performance als US-Aktien. Nicht erwartet hatten wir hingegen die gute Wertentwicklung der Schwellenland-Aktien.

Die makroökonomische Lage und der Ausblick sind weiterhin gut für Aktien. Vorreiter im Konjunkturzyklus sind die USA, doch in Ermangelung umgesetzter Reformen und Investitionsprogramme prognostizieren wir nun eine geringere Wachstumsrate für die US-Wirtschaft in diesem und vor allem im nächsten Jahr. Hingegen wachsen die europäischen Volkswirtschaften besser als noch zu Beginn des Jahres erwartet, insbesondere die Eurozone. Die Inflationsraten in den USA und in der Eurozone sind unterhalb der Zielbereiche der jeweiligen Notenbanken. Die marktseitig erwarteten Inflationsraten für die kommenden 5 bis 10 Jahre sind nach ihrem Trump-bedingten scharfen Anstieg in diesem Jahr wieder deutlich gesunken. Eine leicht positive bis moderate Inflation stützt die Gewinne der Unternehmen.

*Wie erwartet:  
Aktien haben bisher die  
Wertentwicklung von  
Staatsanleihen  
übertrifften*

*Wirtschaftswachstum auf  
Kurs und moderate Inflation:  
positiv für Aktien*

**Abb. 21: Aktien - Gewinne im laufenden Kalenderjahr**



Index = 100 per 30. Dezember 2011. Quelle: Bloomberg.

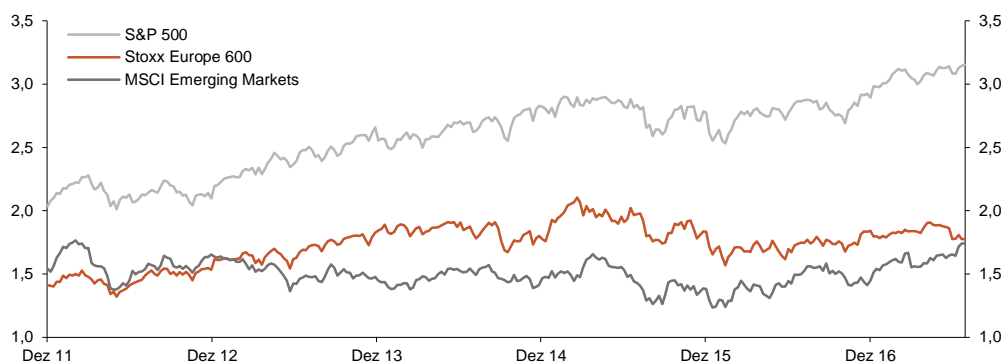
Auch mikroökonomisch ist ein Übergewicht in Aktien weiterhin gerechtfertigt. Die Unternehmensgewinne je Aktie haben sich im laufenden Jahr prächtig entwickelt (Abbildung 21). Im S&P 500 haben die Gewinne trotz des politischen Stillstands in den USA erneut eine „Treppenstufe“ nach oben genommen und gehalten. Nach mehrjährigen Enttäuschungen konnten auch europäische und Schwellenland-Aktien (MSCI Emerging Markets) die Euphorie des Jahresanfangs erstmals halten, beziehungsweise sogar ausbauen.

*Die Entwicklung der  
Unternehmensgewinne  
spricht weiterhin für  
Aktien*

Der Bewertungsvorsprung von US-Aktien relativ zu europäischen Aktien hat sich in den vergangenen Jahren deutlich ausgeweitet, wie die Entwicklung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses, also dem Kurs einer Aktie geteilt durch das Eigenkapital der Aktiengesellschaft, zeigt (Abbildung 22). Zu berücksichtigen ist bei den unterschiedlichen Bewertungen auch das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft und die Branchenzusammensetzung im Vergleichsindex. So weist der S&P 500-Index unter anderem eine höhere Bewertung auf, weil in diesem ein relativ großer Anteil von Technologieunternehmen enthalten und das BIP-Wachstumspotenzial in den USA größer ist als in Europa. Spezifische Belastungsfaktoren wie die Eurokrise und latentes politisches Risiko rechtfertigen noch immer einen gewissen Bewertungsabschlag von europäischen Aktien trotz einiger erfreulicher Wahlergebnisse.

*Die Bewertung von US-Aktien hat sich ausgeweitet*

**Abb. 22: Aktien - Kurs-Buchwert-Verhältnis**



Quelle: Bloomberg.

Aktienanlagen sind im Vergleich zu Staatsanleihen noch immer attraktiv. Das künftige nominale Wirtschaftswachstum wird für eine positive Entwicklung der Unternehmensgewinne sorgen. Regional sind europäische Aktien besonders attraktiv, da diese gute Wachstumsaussichten mit einer moderaten Bewertung vereinen.

*Fazit:  
Aktien weiterhin übergewichtet,  
Europa bevorzugen*

### **Anleihen: Renditeanstieg wegen guter Konjunktur erwartet**

Für das Jahr 2017 erwarteten wir einen Renditeanstieg bei guter konjunktureller Entwicklung. Entsprechend hatten wir eine kurze Duration, also geringe Laufzeitriskien, in Verbindung mit selektiven Kreditrisiken, wie zum Beispiel Unternehmensanleihen, empfohlen. Diese Positionierung war vorteilhaft.

*Positionierung in  
kurzer Duration und in  
Kreditrisiken war vorteilhaft*

Der grundlegend positive makroökonomische Ausblick für dieses und das kommende Jahr trüben das Bild für Laufzeitriskien bei Anleihen nach wie vor ein. Die guten Wachstumsaussichten für die Eurozone und das stabile Wirtschaftswachstum in den USA werden die Renditen weiter ansteigen lassen.

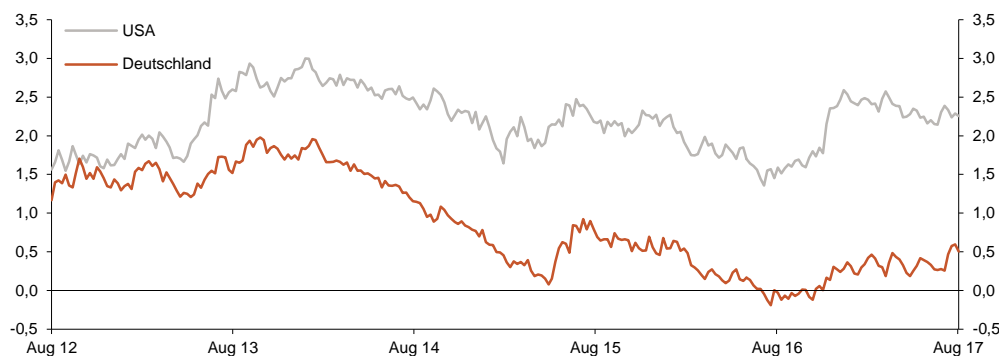
*Positiver makroökonomischer  
Ausblick belastet Anleihen*

Etwas entspannt hat sich die Lage allerdings in Bezug auf die durch die Trump-Regierung erwarteten fiskalpolitischen Impulse. Zunächst vollzog der Anleihemarkt einen starken Renditeanstieg von fast 0,8 %-Punkten in den Monaten nach der US-Wahl im November letzten Jahres. Umsetzen konnte Präsident Trump bisher relativ wenige seiner im Wahlkampf ausgerufenen Pläne. Dies hat der Anleihemarkt inzwi-

*Fehlender fiskalpolitischer  
Impuls aus den USA positiv  
für Anleihemarkt*

schen auch reflektiert. So wurde bereits etwa die Hälfte des Renditeanstiegs von zehnjährigen US-Staatsanleihen wieder abgebaut, obwohl die Fed im gleichen Zeitraum den Leitzins in drei Schritten um insgesamt 0,75 %-Punkte angehoben hat. Weitgehend im Tandem verlief dazu auch die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe.

**Abb. 23: Deutschland und USA - Rendite zehnjähriger Staatsanleihen**



Quelle: Bloomberg.

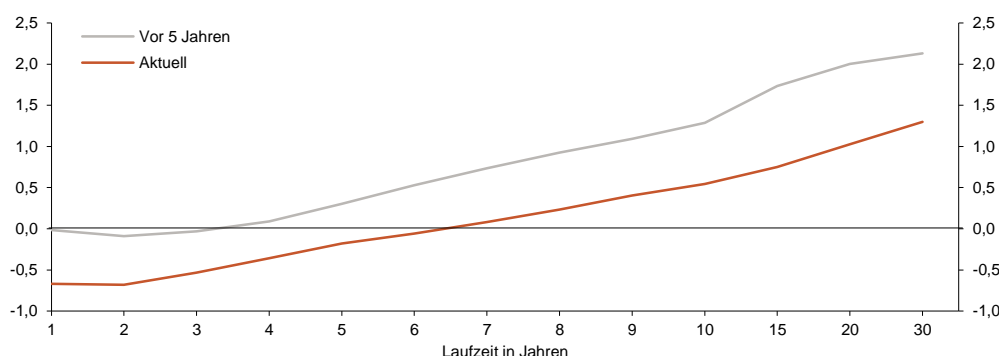
Seit Juni verringerte sich die Zinsdifferenz zwischen der US- und der Bundesanleihen etwas. Es wird erkennbar, dass sich die Dynamik der geldpolitischen Straffung in den USA verringern wird und sich gleichzeitig die Rhetorik der Europäischen Zentralbank etwas verschärft. Eine derartige Lesart lässt sich auch aus der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar ableiten.

*Möglicher Beginn einer Konvergenz von US- und Bundesrenditen*

Einen Gegenpol zum wachstumsinduzierten Renditeanstieg bildet derzeit die Entwicklung der erwarteten Inflation. In den USA wie auch im Euroraum ging diese seit Jahresbeginn zurück. Bis zum Jahresende wird der Basiseffekt bei den Ölpreisen überdies inflationsdämpfend wirken, sofern die Ölpreise stabil bleiben.

*Rückläufige Inflationserwartungen*

**Abb. 24: Deutschland - Zinsstruktur von Staatsanleihen**



Renditen auf deutsche Staatsanleihen zu verschiedenen Laufzeiten zu den Stichtagen 31. Juli 2012 und 31. Juli 2017. Quelle: Bloomberg.

Die aktuelle Zinsstrukturkurve, die Renditen auf Staatsanleihen verschiedener Laufzeiten zeigt, verläuft zum Teil weiter unter null (Abbildung 24). Es bleibt also herausfordernd, mit Staatsanleihen positive und auskömmliche laufende Erträge zu erzielen. Dies gelingt selbst bei Inkaufnahme sehr hoher Laufzeitriskien kaum. Außerdem sind die

*Positive laufende Erträge kaum möglich ohne hohe Laufzeitriskien*

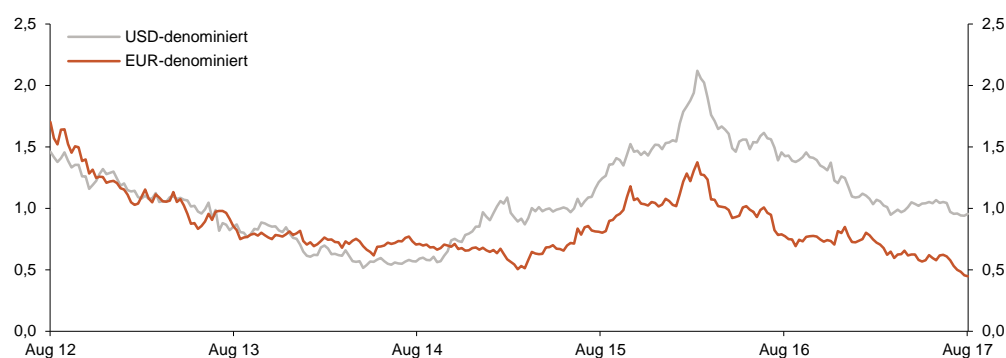


Chancen und Risiken einer Anlage in Staatsanleihen damit noch immer ungleich verteilt. Bei gleicher Laufzeit in Jahren hat sich der laufende Kupon von deutschen Bundesanleihen in den vergangenen fünf Jahren deutlich verringert und die modifizierte Duration, also das Zinsänderungsrisiko, erhöht. Freilich sind Kursgewinne dennoch stets möglich, sofern die Renditen fallen.

Aus unserem aktuellen makroökonomischen Gesamtbild lassen sich weiterhin steigende Renditen ableiten. Daher empfehlen wir weiter eine kurze Duration.

*Duration weiter  
kurz halten*

### Abb. 25: Unternehmensanleihen - Kreditrisikoaufschläge



Eigene Berechnungen: Bloomberg Barclays US und EUR Aggregate Credit Yield to Worst Index minus durationsgewichtetem US-Dollar- bzw. Euro-Swapsatz. Quelle: Bloomberg.

Investments in Kreditrisiken, wie zum Beispiel Unternehmensanleihen, haben sich im laufenden Jahr insbesondere auch wegen des Unternehmensanleihekaufprogramms der EZB gut entwickelt. Grundsätzlich wird diese Anlageklasse weiterhin von der positiven konjunkturellen Entwicklung begünstigt sein. Zwar sind die Aussichten auf weitere Kurssteigerungen begrenzt, doch ist eine vorsichtige Beimischung ins Portfolio wegen des laufenden Mehrertrags gegenüber Staatsanleihen sinnvoll.

*Fazit: Kreditrisiken  
vorsichtig zur  
Ertragsoptimierung einsetzen*

### Alternative Investments und Liquidität: Diversifikationspotenzial nutzen

Entgegen der weit verbreiteten Einschätzung bietet Gold keinen eindeutigen Inflationsschutz. Gold bietet jedoch Schutz vor systemischen Risiken, zum Beispiel Krisen im Währungssystem oder in Folge von militärischen Konflikten. Auch zeigte sich Gold sehr robust bei hohen Volatilitäten des Aktienmarktes in jüngerer Vergangenheit. Grundsätzlich empfehlen wir deshalb, Edelmetalle aus strategischen Überlegungen im Portfolio zu berücksichtigen.

*Gold bietet Schutz vor  
systemischen Risiken und  
zeigt sich robust bei hoher  
Aktienmarktvolatilität*

Im Bereich der liquiden Alternative Investment-Strategien zielen wir darauf ab, attraktive Renditen bei gleichzeitig neutraler bis geringer Korrelation mit der Wertentwicklung von Aktien oder Anleihen zu erwirtschaften.

*Alternative Investments und  
Liquidität mit geringer  
Korrelation zum  
Rentenmarkt vorteilhaft*

Unter Korrelations- und Portfoliostabilitätsaspekten bleibt Liquidität als Anlageklasse ein stets wichtiger Baustein. Aus portfoliotheoretischer Sicht stellt Liquidität generell eine gute Möglichkeit dar, das Portfolio über schwierige Kapitalmarktphasen hinweg zu stabilisieren.



## FINANZMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2017	Prognose Mitte 2018
USA	10 Jahre	2,22	2,50	2,80
Europa*	10 Jahre	0,46	0,60	0,90
Großbritannien	10 Jahre	1,15	1,40	1,60
<b>Währungen</b>				
USA	EUR/USD	1,19	1,17	1,17
Europa	EUR/CHF	1,15	1,14	1,14
Japan	EUR/YEN	131	131	132
Großbritannien	EUR/GBP	0,90	0,89	0,88
<b>Aktien</b>				
USA	S&P 500	2 472	2 500	2 600
Europa	DAX	12 155	12 800	13 700
	EURO STOXX 50	3 474	3 700	3 850
	FTSE 100	7 475	7 500	7 750

\* Bundesanleihen. Stand 04. August.2017. Quelle: Bloomberg, Berenberg.



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen 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. Für den Eintritt der in der Präsentation enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks wie auch eine veränderte oder verkürzte Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: August 2017.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)