



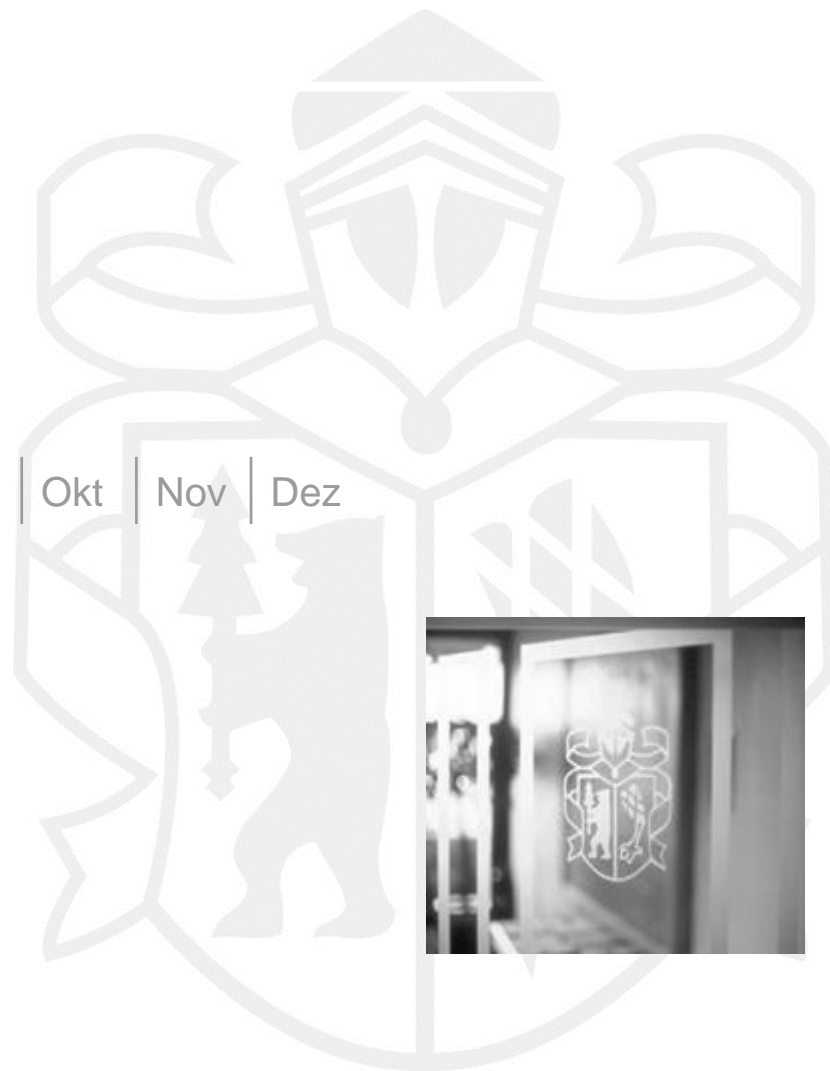
BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Makroausblick 2017

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

Volkswirtschaft, 08.09.2017





Wochenrückblick

EZB-Politik: Die EZB hat diese Woche ihre Aussagen zu Dauer und Umfang ihres Wertpapierankaufprogramms vorerst unverändert gelassen. Aufgeschoben ist jedoch nicht aufgehoben: für Herbst hat sie eine Entscheidung über die weitere Ausgestaltung ab 2018 in Aussicht gestellt. Wir erwarten daher unverändert, dass Mario Draghi am 26. Oktober den sukzessiven Ausstieg (Tapering) für den Jahresanfang 2018 konkretisieren wird. Dabei erwarten wir, dass der Exit nicht zuletzt mit Blick auf die Währung in sehr behutsamen Schritten vollzogen wird. Auch wenn die EZB, wie Draghi erneut darlegte, keine Währungspolitik macht, wird sie den Ausstieg mit Blick auf den Wechselkurs dabei so vorsichtig und umsichtig wie möglich gestalten. Denn ein weiter erstarkender Euro würde dem gewünschten Anstieg der Inflation über sich verbilligende Importe entgegenwirken.

Konkret erwarten wir, dass die EZB den Ankauf von Vermögenswerten über den Dezember 2017 hinaus verlängern wird, das Volumen der monatlichen Käufe aber ab Januar 2018 auf 45 Mrd. Euro und dann weiter schrittweise, vermutlich um jeweils 15 Mrd. Euro alle drei Monate, weiter reduzieren wird. Im September 2018 könnte das Programm so beendet werden.

Ungeachtet des allmählichen Auslaufens ihres geldpolitischen Sonderprogramms bleibt die Geldpolitik der EZB auch 2018 expansiv. So wird die EZB ihren Einlagesatz wohl erst Ende 2018 von $-0,40\%$ auf $-0,25\%$ anheben und mit der ersten Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte auf $0,25\%$ voraussichtlich bis September 2019 warten.

Das größte Risiko für unseren geldpolitischen Ausblick sehen wir derzeit in einer fortgesetzten Eurostärke: Sollte der Euro weiter spürbar zulegen und das Inflationsziel der EZB damit nachhaltig gefährden, könnte das Tapering auch später beginnen und/oder bei geringerer Rückführung des Volumens über einen längeren Zeitraum ausgedehnt werden. Zudem könnte der Einlagesatz später angehoben werden.



Makroökonomischer Blick auf die Welt

EUROZONE



Die Eurozone ist im zweiten Quartal 2017 erneut kräftig gewachsen (+0,6 % gegenüber dem Vorquartal). Wir erwarten für 2017 inzwischen ein Wachstum von 2,2 %.

Die außerordentlich lockere Geldpolitik der EZB und die leicht expansive Fiskalpolitik stützen den Aufschwung. Getragen wird das Wachstum von allen Komponenten der Binnennachfrage. Nach den Wahlen in Frankreich hat sich zudem eines der größten Risiken für die europäische Konjunktur aufgelöst.

USA



Gesundheitspolitik, Steuerpolitik, interne Querelen: Es ist fraglich, welche seiner ambitionierten wirtschafts-politischen Ziele Präsident Trump überhaupt erreichen kann. Bei den diffusen Steuerreformplänen bestehen inzwischen generelle Zweifel. Für 2018 erwarten wir daher nur noch ein Wachstum von 2,4 %.

Im zweiten Quartal 2017 wuchs die USA um annualisiert 2,6 % nach nur 1,4 % im Vorquartal. Für das Gesamtjahr erwarten wir ein BIP-Wachstum von 2,2 %.

CHINA



Das Ziel eines ökologisch-marktwirtschaftlichen Umbaus wird weiter verfolgt. Die mit dem Umbau einhergehenden Probleme (z.B. Arbeitsplatzverluste) sollen durch staatliche Infrastrukturprogramme aufgefangen werden. Zuletzt deuteten diverse Indikatoren wie die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze auf ein Abkühlen der Konjunktur hin – gleichwohl auf generell solidem Niveau. Wir erwarten für 2017 ein Wachstum von 6,6 % und für 2018 einen moderaten Rückgang auf 6,2 %.

OSTEUROPA



Der politische Streit zwischen Europa und der **Türkei** dominiert weiter die Schlagzeilen. Bundeskanzlerin Merkel hat kürzlich eine Ausweitung der Zollunion mit der Türkei abgelehnt. Das ist sehr negativ für die türkische Wirtschaft. Dennoch gibt es auch positive Nachrichten.

Die **russische** Wirtschaft kommt trotz Sanktionen langsam wieder in Tritt. Im zweiten Quartal 2017 wuchs sie überraschend stark mit 2,5 % verglichen mit dem Vorjahr.

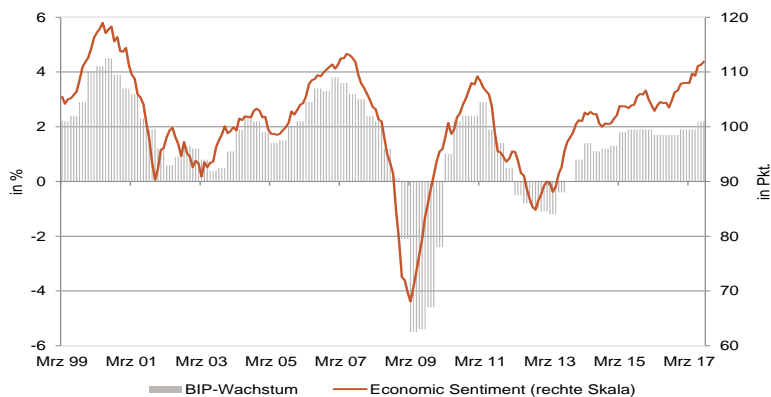
Ein stabiler Aufschwung

- Die Konjunktur der Eurozone hat trotz der Unsicherheit nach dem Brexit-Votum und durch die Präsidentschaftswahl in den USA keinen Schwung verloren. Das BIP ist in Q2 2017 mit 0,6 % erneut kräftig gestiegen.
- Die Konjunkturdaten sind positiv und Reformen in Frankreich können weiteren Schub geben. Einkaufsmanagerindizes, Verbraucher- und Industrier vertrauen entwickeln sich äußerst vielversprechend. Wir haben unsere Wachstumsprognose leicht angehoben und erwarten für 2017 einen BIP-Zuwachs von 2,2 %.

Preise steigen wieder etwas

- Nachdem die Inflation im Juni/Juli auf je 1,3 % zurückgegangen war, haben sich die Verbraucherpreise im August wieder etwas stärker verteuert (1,5 %). Grund: der Anstieg der Energiepreise hat wieder zugenommen (4,0 % nach 2,2 %). Die Kernrate ohne die Energie- und Nahrungsmittelpreise ist stabil bei 1,2 % geblieben.
- Damit hat sich die Inflation wieder etwas mehr an die Zielmarke der EZB von „unter, aber nahe 2 %“ angenähert. Im Jahresdurchschnitt 2017 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,5 %.

Euroland BIP-Wachstum und Economic Sentiment



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission.

Zeitraum: 26.02.1999 – 31.08.2017

Euroland Inflation



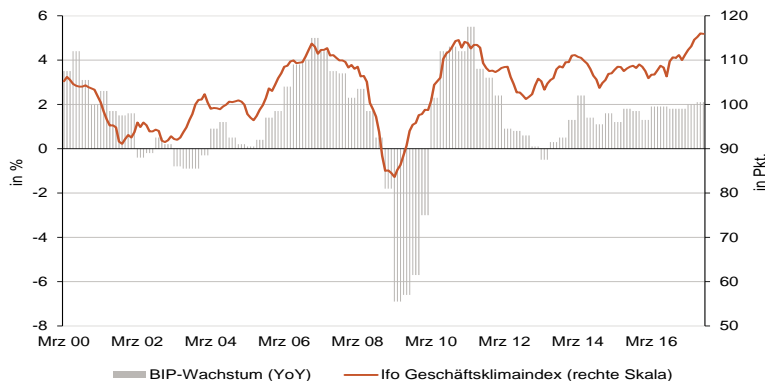
Quelle: Eurostat.

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.08.2017

Besser geht es kaum

- Deutschland ist mit einem Wachstum von 0,6 % im zweiten Quartal 2017 (Q1: rev. von 0,6 % auf 0,7 %) ein wichtiger Konjunkturmotor für den gesamten Euroraum.
- Die Aussichten sind mittlerweile so gut, dass es kaum noch besser gehen kann: Das Ifo-Geschäftsklima hat sein Rekordniveau vom Juli im August nach drei Anstiegen in Folge nahezu behauptet und die Erwartungen haben sich weiter verbessert. Wir haben unsere BIP-Prognose leicht angehoben und erwarten nun, dass die Wirtschaft 2017 um 2,1 % wachsen wird.

Deutsches BIP und Ifo Geschäftsklima



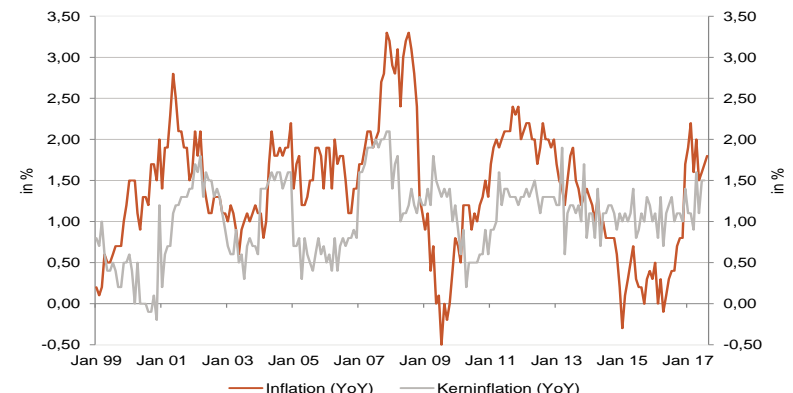
Quellen: Destatis, Ifo Institut.

Zeitraum: 31.03.2000 – 31.08.2017

Inflation zieht wieder etwas an

- Die Inflation bewegt sich weiter im Auf und Ab mit den Energiepreisen. Diese sind im August wieder stärker gestiegen (2,3 % nach 0,9 % im Juli). Vor diesem Hintergrund zog die Inflationsrate erneut leicht an (1,8 % nach 1,7 % im Juli).
- Auch die Preise für Nahrungsmittel verteuerten sich wieder mehr (3,0 % nach 2,7 % im Vormonat). Der Anstieg bei den Preisen für Dienstleistungen ging dagegen etwas zurück (1,6 % nach 1,7 %).
- Für 2017 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,6 %.

Deutschland Inflation (YoY)



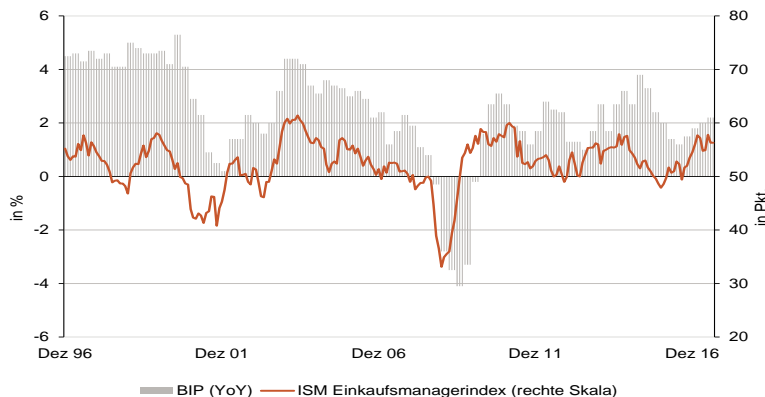
Quelle: Destatis, Eurostat.

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.08./31.07.2017

Rätsel um die Wirtschaftspolitik

- Gesundheitspolitik, Steuerpolitik, interne Querelen: Es ist fraglich, welche seiner ambitionierten wirtschaftspolitischen Ziele Präsident Trump überhaupt erreichen kann. Bei den diffusen Steuerreformplänen bestehen inzwischen generelle Zweifel. Für 2018 erwarten wir nur noch moderate wirtschaftspolitische Impulse und somit auch nur noch ein Wachstum von 2,4 %.
- Im zweiten Quartal 2017 wuchs die USA um annualisiert 2,6 % nach nur 1,4 % im Vorquartal. Für das Gesamtjahr erwarten wir ein BIP-Wachstum von 2,2 %.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



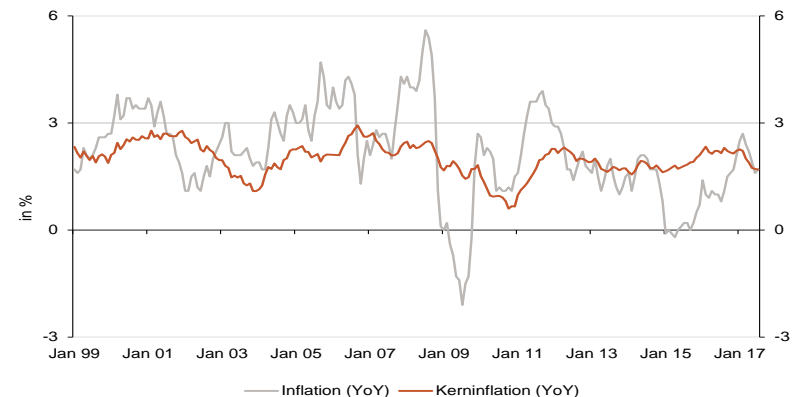
Quellen: BEA, ISM.

Zeitraum: 31.12.1996 – 31.08.2017

Fed: Wohl noch ein weiterer Zinsschritt in 2017

- Nachdem die Teuerungsraten zu Jahresanfang durch höhere Energiepreise, gestiegene Mieten und Gesundheitskosten sowie den moderat zunehmenden Lohn- und Druck tendenziell anziehen, hat sich die Inflation zuletzt relativ stabil gezeigt (Juli: 1,7 % nach 1,6 % im Juni). Die Kernrate liegt nach wie vor bei 1,7 %.
- Die Fed dürfte ihren Zinserhöhungszyklus weiter fortsetzen und die Zinsen bis Ende 2017 noch einmal um 25 Basispunkte anheben. Für das kommende Jahr erwarten wir drei Zinserhöhungen.

USA Inflation



Quelle: BLS.

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.07.2017

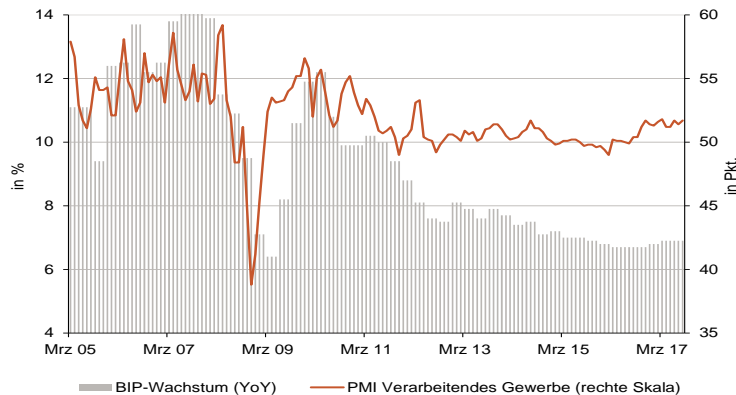
Wachstum erneut solide

- Wir erwarten für 2017 ein Wachstum von 6,6 %. Trotz trendmäßig rückläufiger Wachstumsraten bleibt es aber dynamisch: Im ersten und im zweiten Quartal 2017 übertraf das Wachstum mit 6,9 % die Erwartungen jeweils leicht. Die beabsichtigte Umorientierung – weniger Export, mehr Binnennachfrage – kommt weiter voran.
- Insgesamt zeigt sich, dass die einstige Sorge vor einer harten Konjunkturlandung unbegründet war. Es sieht weiter nach einem kontrollierten Sinkflug aus.

Währungsreserven im Juli nochmals leicht gestiegen

- Die chinesischen Währungsreserven sind gemäß Juli-Daten zum sechsten Mal in Folge leicht gestiegen und haben sich oberhalb der drei Billionen US-Dollar-Grenze stabilisiert.
- Der chinesische Yuan hat seit Jahresbeginn und zuletzt sogar beschleunigt zugelegt. Damit ist der zuvor drei Jahre währende Kursrückgang gegenüber dem US-Dollar beendet. Gründe dafür sind u.a. die chinesischen Kapitalverkehrskontrollen sowie die Korrektur der Erwartung deutlicher steigender US-Zinsen.

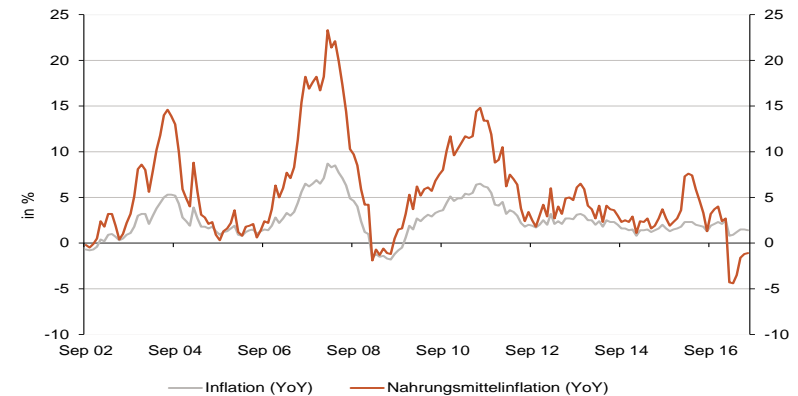
China BIP-Wachstum und PMI



Quellen: NBS, CFLB.

Zeitraum: 31.03.2005 – 31.08.2017

China Inflation (YoY)



Quelle: NBS.

Zeitraum: 30.09.2002 – 31.07.2017

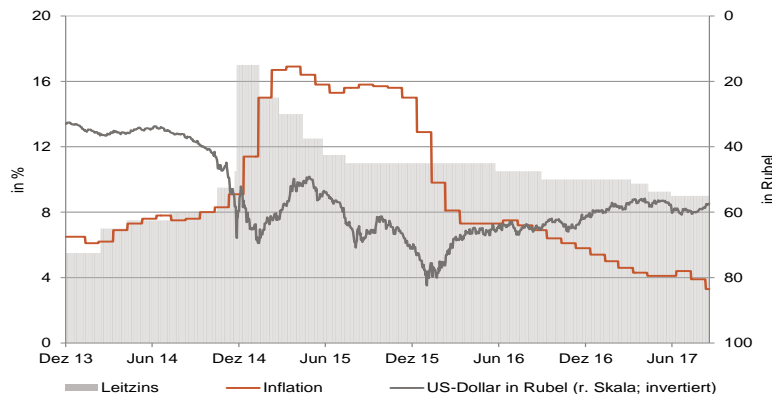
Russland

- Insgesamt kommt die russische Wirtschaft trotz der Sanktionen langsam wieder in Tritt. Im zweiten Quartal 2017 wuchs die Wirtschaft überraschend stark mit 2,5 % (verglichen mit dem Vorjahr).
- Die Inflationsrate ging im August überraschend stark von 3,9 % auf 3,3 % zurück und der Rubel ist in 2017 schon um 5 % gegenüber dem US-Dollar angestiegen.
- Die niedrige Inflationsrate ermöglicht der Notenbank beim nächsten Treffen am 15. September die Zinsen um bis zu 0,5 % auf 8,5 % zu senken.

Türkei

- Der politische Streit zwischen Europa und der Türkei dominiert weiter die Schlagzeilen. Die deutsche Kanzlerin Angela Merkel will sich jetzt sogar dafür einsetzen, dass die Gespräche zur Aufnahme der Türkei in die EU beendet werden.
- Aber es gibt auch positive Nachrichten. Die wirtschaftliche Entwicklung ist weiterhin auf einem guten Weg. Der türkische PMI Einkaufsmanagerindex für die Industrie ist im August auf den höchsten Wert seit 2011 gestiegen.

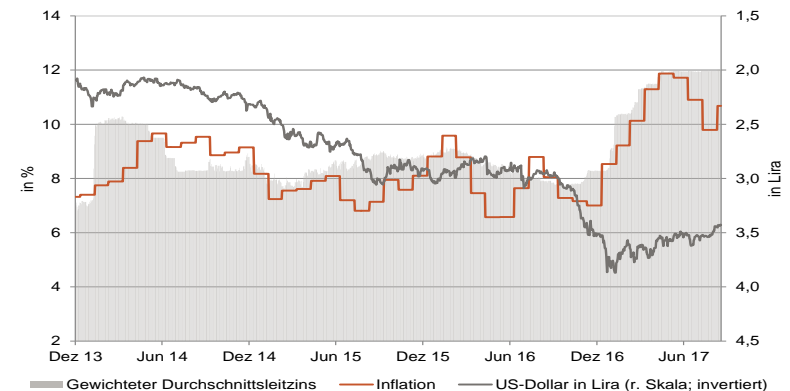
Russland Leitzins, Inflation, Wechselkurs



Quellen: GKS, CBR, Bloomberg.

Zeitraum: 21.12.2013 – 07.09.2017

Türkei Leitzins, Inflation, Wechselkurs



Quellen: TURKSTAT, TCMB, Bloomberg.

Zeitraum: 21.12.2013 – 07.09.2017

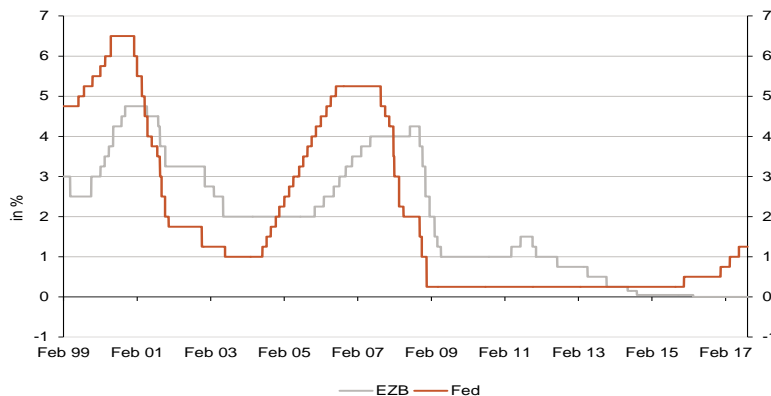
Divergierende Geldpolitik

- Die EZB bleibt vorerst bei ihrem extrem expansiven Kurs, hat aber für Herbst eine Entscheidung über die Ausgestaltung ihres Wertpapierankaufprogramms (Tapering) ab 2018 in Aussicht gestellt. Die erste Leitzinserhöhung erwarten wir erst im Herbst 2019.
- Ungeachtet der zuletzt schwächeren Arbeitsmarktdaten dürfte die Fed ihre Leitzinsen im Dezember 2017 noch einmal um 25 Basispunkte anheben. Für 2018 erwarten wir drei weitere Schritte. Zudem steht der Beginn der Bilanzkürzung vor der Tür.

Renditeanstieg bleibt gedämpft

- Die guten Konjunkturdaten und der Zinserhöhungszyklus der Fed sprechen für etwas höhere Zinsen auf beiden Seiten des Atlantiks. Zudem ist ein allmähliches Ende der ultra-expansiven EZB-Politik in Sicht.
- Die nur verhalten anziehende Inflation und die Zweifel an der Realisierbarkeit der Trump-Politik dämpfen den Renditeanstieg allerdings. Bundesanleihen werden bei weiter bestehenden geopolitischen Risiken, wie aktuell dem Nordkorea-Konflikt, zudem als sicherer Anlagehafen gefragt bleiben.

Leitzinsen



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 01.02.1999 – 07.09.2017

Renditevergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 07.09.2007 – 07.09.2017

EUR/USD: EZB wartet noch ab

- Ein klarer Hinweis auf die weitere Geldpolitik der EZB blieb Mario Draghi diese Woche noch schuldig und vertröstete die Märkte auf Oktober. Allerdings machte Draghi klar, dass ein starker Eurokurs Grund zur Besorgnis im Hinblick auf die Inflationsentwicklung ist.
- Die Fundamentaldaten und die Stimmung sprechen weiter für den Euro. Wir erwarten zwar keine schnelle Fortsetzung des Euro-Aufwärtstrends, aber auf längere Sicht hat der Euro noch leichtes Aufwärtspotential.

Britisches Pfund: Weiter unter Druck

- Die Situation des britischen Pfunds ist nicht eindeutig. Auf der einen Seite spricht die geldpolitische Perspektive mit wahrscheinlich steigenden Zinsen für das Pfund, auf der anderen Seite lasten aber die Brexit-Ungewissheiten weiter auf dem Wechselkurs.
- Die Pro & Contra-Argumente dürften sich auf längere Sicht gegenseitig neutralisieren. Aktuell dominieren aber die Brexit-Unsicherheiten und somit notiert das Pfund schwach. Die leichte Korrektur in dieser Woche war überfällig.

Wechselkurs Euro/US-Dollar



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 07.09.2012 – 07.09.2017

Wechselkurs Euro/Britisches Pfund



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 07.09.2012 – 07.09.2017



Kapitalmarktprognosen

			AKTUELL	PROGNOSE	
			07.09.2017	31.12.2017	30.06.2018
Aktienmärkte	USA	S&P 500	2.465	2.500	2.600
		DAX	12.297	12.800	13.700
	Europa	EURO STOXX 50	3.448	3.700	3.850
		FTSE 100	7.397	7.500	7.750
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	1,00-1,25	1,25-1,50	1,50-1,75
		10 Jahre	2,04	2,50	2,80
	Euroland	Hauptrefin.-Satz	0,00	0,00	0,00
		10 Jahre*	0,31	0,60	0,90
	Großbritannien	Bank Rate	0,25	0,50	0,75
		10 Jahre	0,97	1,40	1,60
Währungen	USA	EUR/USD	1,20	1,17	1,17
	Schweiz	EUR/CHF	1,14	1,14	1,14
	Großbritannien	EUR/GBP	0,92	0,89	0,88
	Japan	EUR/JPY	130	131	132

*Bundesanleihen.



Wirtschaftliches Umfeld

	Anteil	BIP				Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
WELT*	100,0	2,4	2,8	2,8	2,8												
USA	24,7	1,5	2,2	2,4	2,4	1,3	2,0	2,2	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	1,6	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	1,7	1,2	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
EUROPA	25,4	1,7	2,1	2,0	1,9												
Eurozone	15,8	1,8	2,2	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	1,9	2,1	1,8	1,8	0,4	1,6	1,4	1,6	4,2	3,8	3,9	4,1	0,8	0,9	0,6	0,5
Frankreich	3,3	1,1	1,6	1,8	1,9	0,3	1,1	1,3	1,5	10,4	9,6	9,0	8,4	-3,4	-3,1	-2,9	-2,7
Italien	2,5	1,0	1,4	1,2	1,3	0,0	1,3	1,2	1,3	11,7	11,4	10,9	10,3	-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	15,6	14,5	-4,5	-3,3	-3,0	-2,5
Portugal	0,3	1,4	2,6	2,0	2,1	0,6	1,3	1,1	1,5	11,2	9,2	8,4	7,8	-2,0	-1,6	-1,3	-1,1
ANDERES WESTEUROPA																	
Großbritannien	3,5	1,8	1,7	1,6	1,7	0,6	2,6	2,6	2,3	4,9	4,4	4,3	4,3	-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
OSTEUROPA																	
Russland	1,7	-0,2	1,4	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	3,6	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

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

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

Anteile basieren auf BIP-Zahlen des IWF World Economic Outlook 2016.

Anhang

Wichtige Informationen und Hinweise



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 08.09.2017