



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2018

DER BOOM HAT BEGONNEN



# WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

## AUSBLICK 2018

### DER BOOM HAT BEGONNEN

#### Autoren:

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

Carsten Hesse, Telefon +44 20 3753-3001, [carsten.hesse@berenberg.com](mailto:carsten.hesse@berenberg.com)

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

Dr. Bernd Meyer, Telefon +49 69 91 30 90-500, [bernd.meyer@berenberg.de](mailto:bernd.meyer@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)

Ulrich Urbahn, Telefon +49 69 91 30 90-501, [ulrich.urbahn@berenberg.de](mailto:ulrich.urbahn@berenberg.de)

Abgeschlossen am 18. Dezember 2017

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, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: Dezember 2017.





## INHALT

<b>Teil 1</b>	<b>Ausblick in Kürze: Mit Schwung ins neue Jahr</b>	<b>1</b>
<b>Teil 2</b>	<b>Die Party hat begonnen</b>	<b>2</b>
	I. Robustes Wachstum bei weiterhin moderater Inflation	2
	II. Blick zurück auf ein gutes Jahr	3
	III. Ausblick 2018: Der Boom hat gerade erst begonnen	5
	IV. Ein Blick auf die Risiken: Nach der Party kommt der Kater	8
	V. Märkte: Erst die Party...	9
<b>Teil 3</b>	<b>Im Fokus: Fortschritte in Europa</b>	<b>10</b>
<b>Teil 4</b>	<b>Ausgewählte Regionen</b>	<b>12</b>
	I. USA: Steuergeschenke befeuern Konjunktur	12
	II. Westeuropa: Eurozone klar im Vorteil	14
	1. Eurozone: Breit aufgestellter Aufschwung	14
	2. Großbritannien: Brexit-Unsicherheit hinterlässt Spuren	18
	3. Schweiz: Erst Flop, dann top	20
	III. Japan: Die Kirschbäume blühen kräftiger denn je	21
	IV. Große Schwellenländer: Es geht aufwärts	23
	1. China: Ungebremstes Wachstum	23
	2. Indien: Reformen tun weh, zumindest kurzfristig	25
	3. Brasilien: Auf dem Weg der Besserung	26
	V. Osteuropa: Vorerst weiter Wachstum	27
	1. Russland: Stabiles Wachstum vor der Präsidentschaftswahl	27
	2. Türkei: Wann kommt der Kater?	28
	3. Polen: Starkes Wachstum und ein neuer Ministerpräsident	29

<b>Teil 5 Märkte</b>	<b>30</b>
I. Anleihen: Graduelle Rücknahme des geldpolitischen Stimulus	30
1. Inflation: Moderater Anstieg	30
2. Geldpolitik: Graduelle Rücknahme des Stimulus, aber unterschiedlich schnell	31
3. Zinsen: Allmählich aufwärts	33
II. Währungen: Erneute Euro-Rallye nicht in Sicht	34
1. US-Dollar: Rückenwind von der Zentralbank?	34
2. Schweizer Franken: Endlich zurück Richtung Normalität	35
3. Britisches Pfund: Verliert der Brexit seinen Schrecken?	36
4. Japanischer Yen: Der Yen trotz den Strukturproblemen	36
5. Chinesischer Yuan: Kein starker neuer Trend erkennbar	37
III. Aktien: Steigende Gewinne sprechen weiter für Aktien	38
<b>Teil 6 Strategie</b>	<b>40</b>
I. Kapitalmarktprognosen	44



## TEIL 1 AUSBLICK IN KÜRZE: MIT SCHWUNG INS NEUE JAHR

Nach Jahren verhaltener Zuwächse hat die Weltkonjunktur 2017 an Fahrt aufgenommen. 2018 erwarten wir für nahezu die gesamte westliche Welt ein kraftvolles und breit abgestütztes Wachstum deutlich oberhalb des langfristigen Trends.

*Kraftvolles Wachstum*

Erst kommt die Party, dann der Kater. Obwohl die Gefahren zunehmen, dass die Konjunktur zu heiß laufen könnte, zeichnet sich dies für 2018 noch nicht ab. Nach Jahren verhaltener Zuwächse bei Löhnen und Krediten spricht die Ausgangslage stattdessen dafür, dass die Weltwirtschaft noch mindestens zwei gute Jahre genießen kann, bevor sich Übertreibungen aufgebaut haben, die in einer Rezession bereinigt werden müssten.

*Noch kein Bedarf für eine neue Bereinigungskrise*

In den USA laden die Republikaner im Kongress sowie Präsident Trump mit ihrem Fiskalpaket zur Party auf Kosten künftiger Steuerzahler ein. Wir rechnen damit, dass sich das Wachstumstempo in den USA auf 2,9 % im Jahr 2018 beschleunigen wird, bevor es anschließend wieder etwas ruhiger werden könnte.

*Trump lädt zur Party*

Auch dank der Reformen in einstigen Krisenländern übertrifft die Eurozone mit ihrem Wachstum pro Kopf seit zwei Jahren sogar die USA. Da einige Teile der Eurozone heute flexibler sind als früher und Frankreich sich energisch reformiert, kann die gute Konjunktur noch für mehrere Jahre anhalten, ohne an Kapazitätsgrenzen zu stoßen.

*Eurozone holt auf*

Auf beiden Seiten des Atlantiks hält sich der Inflationsdruck bei weiter maßvollen Lohnabschlüssen vorläufig in engen Grenzen. Auch die Globalisierung und der Aufstieg der Roboter dämpfen den Lohnanstieg. Allerdings wird die Inflation 2018 etwas anziehen. Die normale konjunkturelle Dynamik wird langsam wieder einsetzen, in den USA eher als in Europa und Japan. Eine unerwartet hohe Lohninflation in den USA könnte die US-Notenbank Fed zwingen, die Konjunktur vorzeitig abzuwürgen. Dies ist – neben einigen politischen Themen – das größte Risiko für unseren Ausblick 2018.

*Inflationsdruck hält sich noch in Grenzen*

Die geldpolitische Wende schreitet langsam voran. Um US-Präsident Trumps Fiskalstimulus abzufedern, wird die Fed 2018 ihre Leitzinsen vermutlich viermal um je 25 Basispunkte anheben. Die Europäische Zentralbank wird im September 2018 ihre bereits reduzierten Anleihekäufe einstellen und ab Frühjahr 2019 ihre Zinsen erhöhen.

*Die geldpolitische Wende schreitet voran*

In China sehen wir weiter erhebliche langfristige Risiken, die sich aus einem übermäßigen Kreditwachstum ergeben. Allerdings bemüht sich die Regierung mit gewissem Erfolg, die Probleme einzugrenzen. Eine akute Krise zeichnet sich nicht ab.

*China bleibt stabil*

Aktien bleiben im Vergleich zu Staatsanleihen attraktiv. Korrekturen sind wahrscheinlich, ein echter Bärenmarkt für Aktien aber nicht. Regional sehen wir mehr Potenzial im Euroraum und in den Schwellenländern als in den USA und Großbritannien.

*Ein Bärenmarkt ist unwahrscheinlich*

Solides Wachstum und eine etwas höhere Inflation in der Eurozone und den USA sollten die Anleiherenditen langsam steigen lassen, mit den üblichen Schwankungen.

*Renditen streben nach oben*

## TEIL 2 DIE PARTY HAT BEGONNEN

(Dr. Holger Schmieding)

### I. Robustes Wachstum bei weiterhin moderater Inflation

*Ein erfreulicher Ausblick*

So erfreulich war der Ausblick für ein neues Jahr lange nicht mehr. Nach Jahren verhaltenen Wachstums hat die Weltkonjunktur bereits 2017 Fahrt aufgenommen. Für 2018 zeichnet sich robuster Zuwachs der Wirtschaftsleistung bei einem nur maßvollen Anstieg der Inflation ab. Zwar nehmen die Gefahren zu, dass sich die Konjunktur auf Dauer überhitzen könnte. Bisher gibt es jedoch kaum einen Anhaltspunkt dafür, dass uns dies schon 2018 drohen könnte. Stattdessen spricht die Ausgangslage dafür, dass die Weltwirtschaft noch mindestens zwei gute Jahre genießen kann, bevor sich im Überschwang des Aufschwungs derart ausgeprägte Ungleichgewichte aufgebaut haben werden, dass eine neue Bereinigungsrezession fällig werden könnte. Keine Party dauert ewig, nach der Feier droht der Kater. Aber da die Party-Phase dieses Aufschwungs gerade erst begonnen hat, halten wir es noch für zu früh, sich bereits jetzt für das spätere Ende der guten Jahre zu positionieren.

*Das Ende der großen Vorsicht*

Unterbrochen nur von der Krise 2011 und 2012 in der Eurozone strebt die Konjunktur in den entwickelten Ländern bereits seit dem Frühjahr 2009 nach oben. Allerdings hat der Schock der großen Finanzkrise Ende 2008 und Anfang 2009 das Verhalten der Menschen nachhaltig geprägt. Haushalte haben bis zum Jahr 2016 mehr gespart, Unternehmen haben weniger investiert und beide haben sich mit Krediten weit mehr zurückgehalten, als das in früheren Zyklen der Fall war. Entsprechend blieb der Aufschwung lange Zeit verhalten. Dies hat sich im Laufe des Jahres 2017 geändert.

*Konjunktur hat Fahrt aufgenommen*

In der gesamten westlichen Welt mit Ausnahme Großbritanniens, das sich durch den beschlossenen Austritt aus der Europäischen Union selbst ins Abseits gestellt hat, geht es spürbar aufwärts. Mit den Investitionen steigt auch die Nachfrage nach Krediten. Nach Jahren ohne neue Krise sind Haushalte und Unternehmen jetzt wieder eher bereit, die günstigen Finanzierungsbedingungen zu nutzen. Die Investitionen sind nahezu überall in der westlichen Welt angesprungen. Unterstützt durch zunehmende Beschäftigung öffnen auch die privaten Verbraucher ihre Brieftaschen. Zudem beflügelt das Ende der Schwellenlandkrise von 2015/2016 die Ausfuhren.

*Erst der Boom, dann die Korrektur*

Damit hat die normale konjunkturelle Dynamik eingesetzt. Erst kommt der Boom, dann die Korrektur. Aber noch gibt es keinen großen Bereinigungsbedarf. Trotz einzelner Probleme, beispielsweise in Teilen des deutschen Wohnungsmarktes oder einigen Sektoren des US-Kreditmarktes, zeigen sich bisher beim Zuwachs des gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumens in den USA und der Eurozone noch keine gefährlichen Blasen. Unternehmen haben noch keine Überkapazitäten aufgebaut, der Inflationsdruck hält sich bei weiterhin maßvollen Lohnabschlüssen in engen Grenzen. Auch die Globalisierung und der Aufstieg der Roboter dämpfen den Anstieg der Löhne und damit die Inflationsgefahren. Deshalb sehen wir noch keinen Grund für ein Ende des Aufschwungs.





Anders als in den Vorjahren, in denen wir vor allem über mögliche Abwärtsrisiken für unsere verhalten optimistischen Prognosen für Wirtschaft und Finanzmärkte nachgedacht haben, müssen wir beim Ausblick für 2018 mindestens ebenso auf die Aufwärtsrisiken achten. Könnten Konjunktur und Märkte schneller als gedacht heiß laufen? Je kraftvoller das Wachstum, desto eher könnte der Aufschwung seinen Höhepunkt überschreiten.

*Könnte die Konjunktur schneller heiß laufen als gedacht?*

## II. Blick zurück auf ein gutes Jahr

Bevor wir die Aussichten für 2018 näher erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. Mit einem Plus von 2,8 % hat der Zuwachs der Wirtschaftsleistung der Welt im Jahr 2017 unsere Prognose aus dem Dezember 2016 von 2,6 % sogar noch übertroffen. Wie Tabelle 1 zeigt, kamen die guten Nachrichten vor allem aus der Eurozone, Japan und China. Dass die USA mit etwa 2,2 % leicht hinter unseren Erwartungen zurückgeblieben sind, hat vor allem einen Grund: Ende 2016 hatten wir darauf gesetzt, dass die Republikaner ihre Mehrheit in beiden Häusern des US-Kongresses nutzen würden, um bereits im Frühjahr 2017 ein Paket aus Steuerreform und staatlichen Mehrausgaben zu schnüren. Dies hätte der US-Konjunktur Mitte 2017 einen zusätzlichen Impuls verleihen können. Allerdings hat der Streit zwischen verschiedenen Lagern der Republikaner, den Präsident Donald Trump eher angefacht als geschlichtet hat, dies um ein halbes Jahr verzögert. Bereinigt um den Effekt des verzögerten Fiskalimpulses hat auch die US-Privatwirtschaft 2017 unsere Erwartungen voll erfüllt.

*Das Wachstum hat unsere Prognosen sogar übertroffen*

Dagegen haben sich die Eurozone, Japan und viele Schwellenländer 2017 gegenseitig so sehr unterstützt, dass der sich selbst tragende Aufschwung nahezu überall unerwartet kräftig ausgefallen ist. Eine gute Stimmung kann ansteckend sein. Die robuste Binnenfrage in weiten Teilen Europas sowie in Japan und – mit Abstrichen – auch in den USA hat es vielen Schwellenländern ermöglicht, ihre Ausfuhren zu steigern. Die Rückkehr zu einem normalen Wachstum in vielen Schwellenländern nach der Anpassungskrise von 2015/2016 hat wiederum die Stimmung und Investitionsbereitschaft der Unternehmen in der westlichen Welt beflügelt. Zudem hat China vor dem Parteitag der kommunistischen Partei im Oktober noch einmal die Investitionen hochgefahren. Das Ergebnis ist ein kräftiger Aufschwung der Weltkonjunktur.

*Eine gute Stimmung kann ansteckend sein*

Besonders erfreulich ist, dass gerade die Eurozone mit einem Wachstum von etwa 2,4 % im Jahr 2017 unsere Prognose vom Dezember 2016 um fast einen vollen Prozentpunkt übertreffen konnte. Nach den verlorenen Jahren der Eurokrise 2011/2012, in denen die Region eine zweite Rezessionsrunde durchleiden musste, während die USA und die meisten anderen Länder außerhalb Europas auf Wachstumskurs geblieben waren, hat die Währungsunion 2017 einen Teil dieses Rückstandes wieder aufholen können. Pro Kopf gerechnet liegt das Wachstum in der Eurozone bereits seit Anfang 2016 über dem Tempo in den USA.

*Europa holt auf*

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

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

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Ein verhaltender Aufschwung; Jahresausblick 2017“, Berenberg, 19. Dezember 2016.

Anders als die Eurozone haben Großbritannien und die Schweiz ihr Wachstumstempo 2017 nicht steigern können. Mit dem Beschluss zum Austritt aus der Europäischen Union hat Großbritannien sich selbst ein Bein gestellt. Die Unsicherheit über den künftigen Zugang zum größten Binnenmarkt der Welt lastet auf den Investitionen. Da das Land zudem weniger attraktiv für qualifizierte Zuwanderer aus anderen Teilen Europas geworden ist, begrenzt ein Mangel an geeigneten Arbeitskräften das Wachstumspotenzial. Das Ergebnis ist ein Anflug von Stagflation: weniger Wachstum bei mehr Inflation als in anderen Teilen Europas.

Die Schweiz leidet dagegen immer noch unter den Nachwirkungen des abrupten Wechselkursanstieges von Anfang 2014. Mit der weitgehenden Korrektur dieser Überbewertung in den letzten Monaten kann sich die Schweiz allerdings – anders als Großbritannien – auf eine wesentlich bessere Konjunktur im Jahr 2018 freuen.



### III. Ausblick 2018: Der Boom hat gerade erst begonnen

Das Wechselspiel zwischen Auf und Ab ist Teil des normalen Lebens. Bei der ständigen Suche nach neuen Chancen sowie dem Wunsch, sich gegen Gefahren abzusichern, neigen Menschen manchmal dazu, sich besonders zurückzuhalten, während sie zu anderen Zeiten besonders freudig voranschreiten. Das Ergebnis ist auch die etwas unregelmäßige Abfolge von wirtschaftlichem Auf- und Abschwung, die wir als Konjunktur bezeichnen.

*Im Auf und Ab der Konjunktur ...*

In einer sich dynamisch entwickelnden Welt lässt sich das künftige Verhalten von Menschen nie genau vorhersagen. Schließlich spiegelt das Wirtschaftsgeschehen all die Entscheidungen wider, die Menschen im In- und Ausland als Verbraucher und Unternehmer, als Sparer und Investoren sowie als Arbeitnehmer und Wähler treffen. Dennoch lassen sich gewisse Muster erkennen.

*... lassen sich einige Grundmuster erkennen*

Nach Jahren der Vorsicht hat auf beiden Seiten des Atlantiks im Laufe des Jahres 2017 die normale zyklische Dynamik wieder eingesetzt. Vier Gründe sprechen dafür, dass der weltweite Aufschwung auch 2018 robust bleiben dürfte:

*Zurück zum normalen Zyklus*

Erstens neigen Menschen dazu, aus der unmittelbaren Vergangenheit zu lernen und sich gegenseitig zu beeinflussen. Da es sich 2017 gelohnt hat, zu den Optimisten zu gehören, dürften Unternehmen und Verbraucher 2018 dazu neigen, im Vertrauen auf die Zukunft wieder etwas mehr Risiken einzugehen. Das kann sich in der gesamten westlichen Welt in einer stärkeren Investitionsneigung ebenso wie in einer etwas lebhafteren Nachfrage nach Krediten ausdrücken.

*Das Ende der großen Risikoscheu*

Zweitens unterstützt die Geldpolitik in der gesamten westlichen Welt weiterhin die Konjunktur. Da sich bisher noch keine echten Inflationsgefahren gezeigt haben, neigen die Notenbanken dazu, trotz guten Wirtschaftswachstums ihre ausgesprochen expansive Geldpolitik nur gemächlich anzupassen.

*Geldpolitik unterstützt die Konjunktur*

Drittens können die Steuerreform sowie zusätzliche Staatsausgaben in den USA die Nachfrage dort so stärken, dass sich dies auch in Europa, Japan sowie der Mehrzahl der Schwellenländer bemerkbar machen wird.

*Stimulus aus den USA*

Viertens haben viele Schwellenländer ihre eigenen Bereinigungskrisen der Jahre 2015 und 2016 weit hinter sich gelassen. Nachdem sie die Exzesse ihres vorangegangenen Kreditbooms zumindest teilweise korrigiert haben, können sie bei in etwa stabilen Rohstoffpreisen auf mehrere Jahre eines Wiederaufschwungs hoffen, auch wenn es natürlich wie üblich Ausnahmen von der Regel geben wird.

*In vielen Schwellenländern geht es aufwärts*

*Boom in den USA*

#### **USA: Trump bittet zur Party**

Für die nächsten zwei Jahre können wir uns auf einen gewissen Boom in den USA einstellen. Auf Kosten künftiger Steuerzahler laden Präsident Trump und seine Republikaner im US-Kongress mit ihrem Fiskalpaket zur Party ein. Wir rechnen damit, dass sich das Wachstumstempo in den USA von 2,2 % im Jahr 2017 auf 2,9 % im Jahr 2018 beschleunigen wird, bevor es anschließend wieder etwas ruhiger werden könnte.

*Aber die Konjunktur  
braucht den künstlichen  
Stimulus nicht*

Leider hat die Sache einen Haken. Wie wir bereits vor einem Jahr erläutert haben, brauchen die USA diesen künstlichen Stimulus nicht. Ein wettbewerbsfreundliches Steuersystem sowie der Abbau überzogener Regulierungen können das Angebotspotenzial einer Wirtschaft nachhaltig stärken. Dies ist in Ansätzen in den USA der Fall. Aber nach acht Jahren Aufschwung und bei Vollbeschäftigung kann ein zusätzlicher Nachfrageimpuls dazu führen, dass sich die Konjunktur früher überhitzt, als es sonst der Fall gewesen wäre. Um dieses Risiko einzudämmen, wird die US-Notenbank im Jahr 2018 vermutlich viermal ihren Leitzins um jeweils 25 Basispunkte anheben.

*Eurozone holt auf*

#### **Eurozone: Robustes Wachstum**

Auch dank der Reformen in den einstigen Krisenländern und einer alles in allem sachgerechten Geldpolitik übertrifft die Eurozone mit ihrem Wirtschaftswachstum pro Kopf seit zwei Jahren sogar die USA und Großbritannien. Da einige Teile der Eurozone heute mehr wirtschaftliche Flexibilität aufweisen als früher oder – wie im Falle Frankreichs – zumindest auf dem Wege dorthin sind, kann das Wachstum vermutlich noch für mindestens zwei Jahre die Trendrate von etwa 1,5 % spürbar überschreiten, ohne dass sich erhebliche inflationäre Spannungen dabei aufbauen.

*Positive Überraschung  
möglich*

Für 2018 erwarten wir mit 2,4 % ein ähnlich kraftvolles Wachstum in der Eurozone wie im Jahr 2017. Das Wirtschaftsklima hat sich im Herbst 2017 so weit aufgeheitert, dass sogar ein noch etwas größerer Zuwachs möglich ist. Obwohl die Arbeitslosigkeit gerade in Südeuropa trotz großer Fortschritte in den letzten Jahren noch immer hoch ist, könnte in Deutschland sowie einigen Ländern Nordeuropas ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften das Wachstum etwas begrenzen. Die Europäische Zentralbank wird sich bei robustem Wachstum, aber weiter verhaltener Inflation vermutlich an den Zeitplan halten können, den sie bereits grob skizziert hat: Ende September 2018 wird sie ihre Anleihekäufe einstellen, in den ersten Monaten des Jahres 2019 wird sie dann erst den Strafbzins für Bankeinlagen bei der EZB etwas abmildern und ab Juni 2019 ihre Leitzinsen insgesamt langsam anheben.

*Keine harte  
Landung in China*

#### **China und andere Schwellenländer: Mehr Licht als Schatten**

Nahezu jedes Jahr kommen am Finanzmarkt Sorgen auf, China könne nach einem kreditgetriebenen Höhenflug eine Bruchlandung erleben. Bisher haben diese Sorgen sich immer wieder als weit übertrieben herausgestellt. Wir rechnen damit, dass dies auch für die kommenden zwei Jahre gelten wird.



China schiebt Berge an Problemen vor sich her und der größte Berg besteht aus privaten und öffentlichen Schulden, die etwa 260 % der jährlichen Wirtschaftsleistung erreichen. Andere Probleme bestehen zum Beispiel aus Überkapazitäten in Teilen der Industrie. Aber mit seiner hohen Sparquote von über 40 % der privaten Einkommen, einer komfortablen außenwirtschaftlichen Position und hinreichenden Kontrollen, um Kapitalflucht einzugrenzen oder auf Randbereiche wie den Bitcoin-Wahn zu beschränken, kann China es sich leisten, seine Probleme ohne Zeitdruck anzugehen. Nachdem das Land im Vorfeld des politisch wichtigen Parteitages im Oktober 2017 noch einmal konjunkturell etwas Gas gegeben hatte, wird es vermutlich in den kommenden Monaten versuchen, einige Kreditprobleme zu beseitigen. Das kann sich auch in etwas schwächeren Wirtschaftszahlen ausdrücken, die wiederum an den Finanzmärkten für kurze Unruhe sorgen können. Sollte die Konjunktur aber drohen, spürbar einzuknicken, würde China wohl schlicht die Kreditschleusen wieder etwas öffnen.

*China hat Probleme – kann sie aber noch beherrschen*

Andere Schwellenländer in Asien und Lateinamerika werden von der guten Konjunktur in den USA, Europa und Japan profitieren. Risikofreudige Anleger können es vielen Ländern erlauben, ihre Auslandsschulden günstig zu finanzieren. Auch für die Binnenfrage in vielen Schwellenländern stehen die Ampeln weitgehend auf Grün. Allerdings können hausgemachte Probleme in einigen Ländern wie der Türkei und Südafrika das Gesamtbild etwas trüben.

*Die Ampeln stehen weitgehend auf Grün*

**Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick**

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

Staatshaushalt in % des BIP, Rest: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen. Würde man für die USA die gleiche Maastricht-Methode anwenden, die in Europa üblich ist, ergäbe sich für 2017 ein Defizit von 5 % statt 3,6 %. Quelle: Berenberg.

*Nur ein großer Schock  
könnte den Aufschwung  
beenden*

*Im Überschwang liegt der  
Keim der nächsten Krise, ...*

*... aber noch sind die  
Gefahren nicht sehr  
ausgeprägt*

*Kein Aufschwung auf Pump*

*Risiko Lohninflation*

*Zwei politische Risiken:  
Italien und der Nabe Osten*

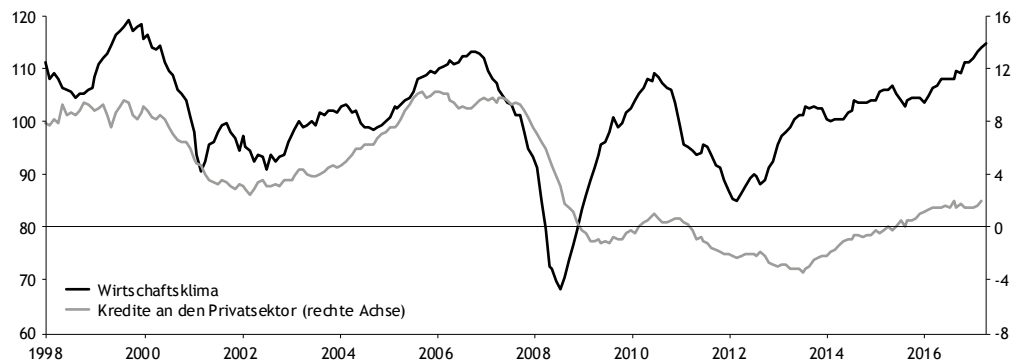
#### IV. Ein Blick auf die Risiken: Nach der Party kommt der Kater

In den USA, Europa, Japan und vielen Schwellenländern ist der Aufschwung so breit abgestützt, dass er wohl nur durch einen großen wirtschaftlichen oder politischen Schock aus dem Tritt gebracht werden könnte.

Nach Jahren verhaltenen Wachstums hat 2017 in großen Teilen der westlichen Welt ein Boom begonnen. Doch auch in diesem Überschwang werden sich Spannungen aufbauen, die sich in Fehlinvestitionen, übertriebener Kreditvergabe und steigender Inflation zeigen werden. Der Boom trägt den Keim der späteren Bereinigungskrise schon in sich.

Die wesentliche Frage für unseren Ausblick ist, wie schnell wir uns bereits 2018 oder 2019 dieser Gefahrenzone nähern werden. Gerade in der Eurozone, deren Aufschwung ja 2011/2012 durch die Eurokrise unterbrochen wurde, ist die Gefahr vergleichsweise gering. So hinkt zum Beispiel das Kreditwachstum im aktuellen Aufschwung hinter den hohen Zuwachsraten früherer Boomphasen hinterher (Abbildung 1). Auch der Inflationsdruck bleibt bisher sehr verhalten. Und trotz einiger regionaler Probleme gerade in Deutschland hat sich an den Immobilienmärkten in der Eurozone noch keine kreditgetriebene Blase entwickelt.

**Abb. 1: Eurozone - Wirtschaftsklima und Kredite an den Privatsektor**



Wirtschaftsklima in Punkten; Kredite in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt. Quellen: EZB, Haver Analytics.

Die größte Gefahr für unseren positiven Ausblick könnte sich aus einem unerwartet raschen Anstieg der Lohninflation in den USA ergeben. Theoretisch könnte dies die US-Notenbank dazu zwingen, die Konjunktur frühzeitig abzuwürgen. Bisher gibt es dafür aber keinerlei Anzeichen. Bei einer US-Lohninflation von derzeit etwa 2,5 % ist der gefährliche Bereich, der bei knapp 4 % beginnen könnte, noch weit entfernt.

Im Bereich der Politik müssen wir unter anderem zwei mögliche Gefahren beobachten: Könnte nach den italienischen Wahlen im März 2018 die politische Lage dort so instabil werden, dass sich daraus ein systemisches Risiko für die Eurozone insgesamt entwickeln könnte? Und könnte einer der latenten politischen Konflikte – Nordkorea oder der Zwist zwischen Saudi-Arabien und dem Iran – außer Kontrolle geraten?



Letztendlich lassen sich diese Fragen nicht mit Sicherheit beantworten. Aber nachdem die Rechtspopulistin Le Pen bei der französischen Wahlen mit dem Vorschlag, das Land möge aus dem Euro austreten, viele Wähler verschreckt hat, sind die radikalen Parteien in Italien weitgehend von der Idee eines Euro-Austritts abgerückt. Damit wäre vermutlich selbst ein – unwahrscheinlicher – Wahlsieg radikaler Kräfte in Italien keine akute Gefahr für den Euro. Bei allem Fehlverhalten des nordkoreanischen Diktators Kim Jong-Un gibt es bisher kein Anzeichen dafür, dass er Selbstmord begehen möchte, indem er tatsächlich einen Krieg mit den USA anzettelt. Und im Nahen Osten spricht die Erfahrung dafür, dass die regionalen Rivalen Saudi-Arabien und Iran es weiter bei Stellvertreterkriegen in ihrer Nachbarschaft belassen werden, ohne sich direkt anzugreifen und damit einen Konflikt zu beginnen, der mit den Ölmärkten der Welt auch die Weltwirtschaft durcheinanderwirbeln könnte.

*Le Pens Niederlage mäßigt die Radikalen andernorts*

## V. Märkte: Erst die Party...

Die Finanzmärkte haben sich 2017 von mancherlei politischen Risiken nicht abhalten lassen, den kräftiger werdenden Aufschwung zu feiern. Natürlich ergeben sich daraus Gefahren. Zum einen kann sich die Vorfreude als überzogen herausstellen. Zum anderen könnten Märkte befürchten, dass die Konjunktur so schnell so heiß laufen könnte, dass sie bereits im Laufe des Jahres 2018 die Korrektur nach dem Boom einpreisen könnten. Allerdings halten wir es für wahrscheinlicher, dass sich die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten auf beiden Seiten des Atlantiks mit den üblichen Schwankungen vorerst fortsetzen wird. Eine bessere Weltkonjunktur stützt die Stimmung. Für echte Inflations Sorgen ist es wohl noch zu früh, gerade da die Währungshüter nach Jahren besonders niedriger Inflationsraten bereit sein werden, ein gewisses Überschießen der Inflation über die von den meisten Zentralbanken angestrebte Marke von 2 % hinzunehmen – in den USA und Großbritannien mehr noch als in der Eurozone.

*Kann sich die Vorfreude als überzogen herausstellen?*

Seit Jahren haben Volkswirte wie wir regelmäßig Prognosen für die Anleiherenditen abgegeben, die sich anschließend zumeist als zu hoch gegriffen erwiesen haben. Deshalb ist die weit verbreitete Prognose, dass die Renditen im Jahr 2018 nennenswert anziehen werden, mit Vorsicht zu genießen. Ebenso wie vor einem Jahr sprechen allerdings auch Ende 2017 besonders gute Argumente für etwas höhere Renditen: Die Zinswende hat 2017 zumindest am deutschen Anleihemarkt tatsächlich eingesetzt. Trotz großer Schwankungen haben sich die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen von der Nulllinie gelöst.

*Renditen streben leicht nach oben*

Mit dem US-Steuer geschenk und wachsender Investitionsbereitschaft der Unternehmen nehmen das Angebot an Staatsanleihen und die Nachfrage nach Krediten in der westlichen Welt insgesamt zu. Beides treibt den Realzins nach oben. Zusätzlich dürfte eine etwas höhere Inflationsrate auch die Inflationserwartungen prägen, die sich in den langfristigen Anleiherenditen ausdrückt. Mit vermutlich vier Zinsschritten der US-Fed von je 25 Basispunkten und dem absehbaren Ende der Anleihekäufe der EZB im September 2018 sehen wir deshalb gute Gründe für die Annahme, dass im Jahr 2018 die Anleiherenditen auf beiden Seiten des Atlantiks etwas weiter nach oben streben werden.

*EZB beendet Ankauf von Anleihen im September*

## TEIL 3 IM FOKUS: FORTSCHRITTE IN EUROPA

(Dr. Holger Schmieding)

*Die Eurozone hat den Test der Krise bestanden*

Die Eurozone hat den großen Test bestanden. Statt an der Eurokrise zu zerbrechen, ist der gemeinsame Währungsraum insgesamt gestärkt aus den Turbulenzen hervorgegangen. Dies zeigt eine Analyse der langfristigen Wirtschaftstrends und der aktuellen Anpassungs- und Reformfortschritte in den 28 Mitgliedsländern der Europäischen Union, die Berenberg seit 2011 gemeinsam mit der Brüsseler Denkfabrik *The Lisbon Council* einmal im Jahr vorstellt.<sup>1</sup> Die Ergebnisse unserer jüngsten Studie sind ermutigend: Trotz vielerlei Probleme und vereinzelter Rückschritte geht es insgesamt vorwärts. Europas Länder sind reformierbar.

*Robuster Aufschwung in den einstigen Krisenländern*

Von den fünf einstigen Krisenländern, die vor einigen Jahren Hilfskredite anderer Länder beantragen mussten, haben sich Spanien, Portugal, Irland und Zypern so weit angepasst, dass sie ihre Krise weit hinter sich gelassen haben. Mittlerweile können sie die Erfolge ihrer Mühen ernten. Ihre Wachstumsraten übertreffen die fast aller anderen Länder in der Eurozone. Griechenland hatte sich 2015 zwar unter seinem Katastrophen-Finanzminister Varoufakis in erneute Turbulenzen katapultiert. Aber nach diesem Sündenfall ist Athen im Herbst 2015 wieder auf den Pfad der Reformen zurückgekehrt. Selbst in Athen geht es deshalb derzeit aufwärts. Die meisten einstigen Krisenländer sowie Italien erzielen heute Überschüsse in ihrer Leistungsbilanz.

*Eine neue Welle der Reformen*

Mit dem Erfolg der Hilfsprogramme am Rande Europas ist die Reformwelle dort allerdings abgeebbt. Dafür zeigen sich mittlerweile einige Fortschritte in Frankreich, Belgien, Österreich und Finnland. Bereits in den Jahren 2015 und 2016 hat Frankreich mehr Wirtschaftsreformen umgesetzt als jedes andere Land Europas mit Ausnahme Lettlands. Das waren die Jahre, in denen der heutige Präsident Macron noch Wirtschaftsminister war. Als Präsident mit eigener Mehrheit im Parlament kann er jetzt noch mehr erreichen. Seine Arbeitsmarktreform vom September 2017 ist zwar nicht perfekt. Aber das war die deutsche Agenda 2010 aus dem Jahr 2003 auch nicht. Wenn Macron auch die Reformen umsetzt, die er noch in Aussicht gestellt hat, kann sein Land in einigen Jahren sogar ein Deutschland überholen, das sich eher auf seinen Erfolgen ausruht und sich teure Rentengeschenke gönnt, als seine Wirtschaft durch weitere Reformen zu stärken.

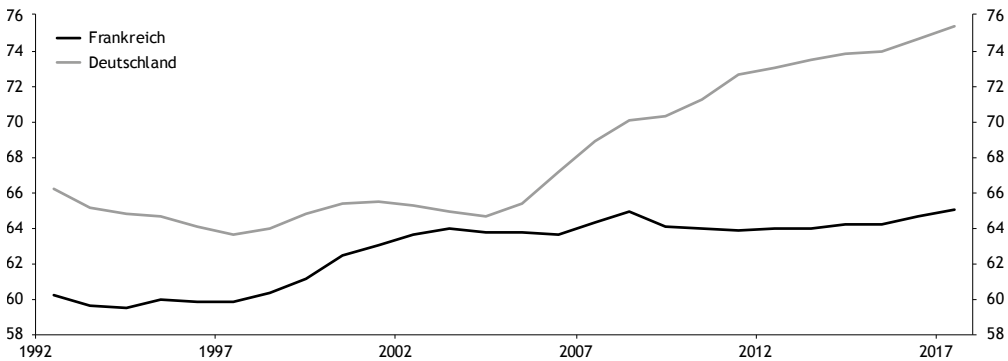
*Ein goldenes Jahrzehnt für Frankreich?*

Abbildung 2 zeigt sowohl das Problem als auch das Potenzial. Seit den Reformen der Agenda 2010 stieg die Beschäftigungsquote in Deutschland stark. In Frankreich blieb sie dagegen gleich. Mit seinen Reformen legt Macron die Grundlage für mehr Investitionen und mehr qualifizierte Arbeitsplätze in Frankreich. So wie Deutschland derzeit dank der „Agenda 2010“ ein goldenes Jahrzehnt erlebt, so können Macrons Reformen Frankreich in den 2020er Jahren ein eigenes goldenes Jahrzehnt bescheren.

---

<sup>1</sup> Berenberg und The Lisbon Council „The 2017 Euro Plus Monitor: Into a Higher Gear“, Dezember 2017.



**Abb. 2: Deutschland und Frankreich - Beschäftigungsquoten**

In % der Beschäftigten an der Bevölkerung im Alter von 16 bis 64 Jahren. Quelle: Eurostat.

Anders als in Frankreich sind die Fortschritte in Italien begrenzt. Und im Gegensatz zu Spanien steckt Italien noch immer in der Gefahrenzone. Nachdem der damalige Premierminister Renzi 2015 mit seiner Arbeitsmarktreform zunächst große Hoffnungen geweckt hatte, ist das Land danach sogar wieder etwas zurückgefallen. Auch die politische Unsicherheit vor den anstehenden Neuwahlen im Frühjahr belastet den Ausblick. Allerdings hat auch Italien, beispielsweise in der Außenwirtschaft, in den letzten Jahren beachtliche Anpassungserfolge erzielt. Es hat zudem endlich viele seiner Banken saniert. Der konjunkturelle Aufschwung gibt Italien zudem mehr Zeit, seine Probleme zu lösen. Die Frage bleibt, in welchem Umfang es diese Chance nutzt.

Für Großbritannien sind die Ergebnisse ernüchternd. Der Glaube mancher Briten, ihr Land könnte seine Lage durch den Austritt aus der Europäischen Union verbessern, ist eine Illusion. Die Stärken des Landes liegen in seinem flexiblen Arbeitsmarkt, seinem liberalen Regulierungssystem sowie einer kompetenten Verwaltung. Schwächen zeigt das Land dagegen mit seinem Doppeldefizit im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz, der geringen Sparquote sowie einem unzureichenden Angebot an Bauland. Keine dieser Schwächen hat etwas mit Brüssel zu tun, keines dieser Probleme lässt sich durch den Austritt aus der EU beheben. Stattdessen werden die verringerte Anziehungskraft für gut ausgebildete Zuwanderer aus Europa sowie der künftig nicht mehr ganz freie Zugang zum gemeinsamen Markt der EU den britischen Wachstumstrend schwächen, ohne dass dem nennenswerte Vorteile in anderen Bereichen gegenüberstehen.

Für die Eurozone stützen unsere Ergebnisse eine These, die gewagt klingen mag: Die Eurozone könnte zu einem der dynamischeren Wirtschaftsräume der entwickelten Welt werden. Dazu müssten die Mitgliedsländer drei Bedingungen erfüllen: Erstens müssten die einstigen Krisenländer Randeuropas ihren Reformprozess abrunden, statt Reformen zurückzudrehen. Zweitens müssten Frankreich, Belgien, Österreich und Finnland ihren gerade erst eingeleiteten Anpassungsprozess weiter vorantreiben. Drittens dürften die wirtschaftlich recht gesunden Länder wie Deutschland und die Niederlande nicht der Versuchung anheimfallen, sich auf ihren Lorbeeren auszuruhen, statt sich durch weitere Reformen wirtschaftlich fit zu halten. Europa hat das Potenzial für mehr nachhaltiges Wachstum. Aber diese drei Bedingungen zeigen auch, dass trotz erheblicher Fortschritte in den letzten Jahren sehr viel zu tun bleibt, um dieses Potenzial auszuschöpfen.

*Seit der Agenda 2010 geht es in Deutschland aufwärts*

*Nur begrenzte Fortschritte in Italien*

*Britisches Eigentor*

*Zusätzliches Potenzial für die Eurozone?*

## TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN

### I. USA: Steuergeschenke befeuern Konjunktur

(Dr. Florian Hense)

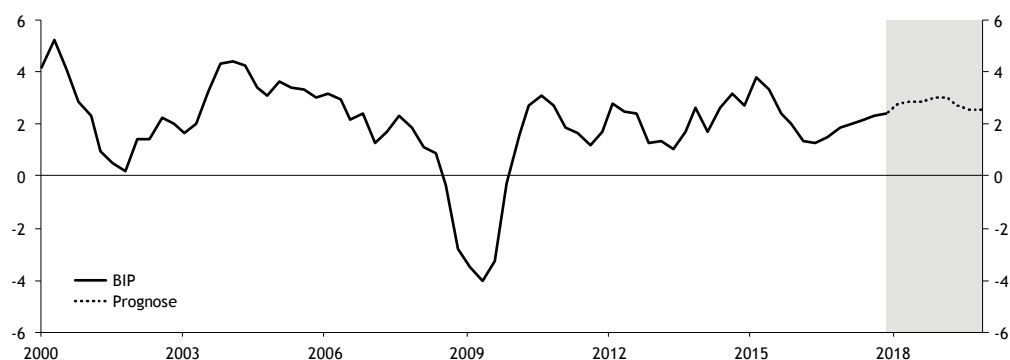
*Die Steuerreform kommt*

Seit Anfang 2017 hat sich die Stimmung in der Wirtschaft deutlich verbessert. Das liegt zunächst an der guten Weltkonjunktur. Aber vor allem drückt dies die Hoffnung aus, dass die Regierung endlich tätig wird und sich nicht mehr nur mit gleichermaßen markigen wie flüchtigen Versprechen profiliert. Nun kommt eine umfassende Steuerreform – ein lange angekündigtes Großprojekt der republikanischen Mehrheit im Kongress. Im November 2018 stehen Kongresswahlen an. Der Präsident und seine Republikaner stehen unter Zugzwang, bis dahin einen politischen Erfolg vorweisen zu können. Trotz fraglicher Finanzierbarkeit wird deshalb die Steuerlast für Unternehmen und viele private Bürger spürbar gesenkt.

*Steuergeschenke werden  
Wirtschaft stimulieren,  
aber nur kurzfristig*

Die US-Wirtschaft wird davon 2018 profitieren. Ab dem zweiten Quartal kann sich die Konjunktur beleben. Wir haben unsere Prognose für 2018 nach oben revidiert: von 2,4 % vor sechs Monaten auf 2,9 %. Durch die höhere Aktivität im Jahr 2018 erwarten wir auch für 2019 mehr Dynamik (2,7 % gegenüber 2,4 % in unserem Ausblick Mitte 2017). Der steuerliche Stimulus wird danach aber an Kraft verlieren und um 2020 endgültig auslaufen (Abbildung 3). Präsident Trump liefert nämlich mehr eine Steuersenkung als eine nachhaltige Steuerreform. Nach einem kurzfristigen Stimulus rechnen wir nur mit geringen Impulsen für das langfristige Trendwachstum.

**Abb. 3: USA - BIP-Wachstum**



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Prognosehorizont schattiert. Quellen: Bureau of Economic Analysis, Berenberg.

*Mehr Investitionen,  
mehr privater Verbrauch –  
und ein größeres Loch in der  
Leistungsbilanz*

Angesichts einer künftig geringeren Steuerlast für Unternehmen und eines äußerst positiven wirtschaftlichen Ausblicks erwarten wir für die kommenden Jahre deutlich höhere private Investitionen. Wir rechnen nach durchschnittlich 3 % Zuwachs in den vergangenen fünf Jahren mit 6 bis 7 % für die kommenden beiden Jahre. Unklar ist, inwieweit amerikanische Unternehmen die Barreserven ihrer Tochtergesellschaften weltweit in die USA zurückführen und zum Ausbau ihrer heimischen Produktionskapazitäten nutzen werden. Insgesamt sollte der Effekt aber positiv sein. Der private Konsum, der knapp

70 % zur US-Wirtschaftsleistung beiträgt, wird auch von den Steuersenkungen profitieren. Bei einer ohnehin schon geringen Arbeitslosenquote von 4,1 % im November 2017 (ein 17-Jahres-Tief) sollte eine weiter steigende Arbeitsnachfrage die Bruttogehälter langsam nach oben treiben. Durch die geringeren Einkommenssteuersätze wird zugleich mehr Netto vom dann höheren Brutto bleiben. Das würde Konsum und verfügbares Einkommen auch mit dem stark gestiegenen Verbrauchervertrauen in Einklang bringen (Abbildung 4). Der stärkere heimische Nachfragedruck wird sich auch in höheren Einfuhren widerspiegeln. Die Ausfuhren werden zwar vom weltweiten Aufschwung und einem womöglich etwas weniger starken US-Dollar profitieren. Allerdings werden sie nicht verhindern können, dass sich die Leistungsbilanz verschlechtert.

**Abb. 4: USA - Konsum, verfügbare Einkommen und Verbrauchervertrauen**



Verbrauchervertrauen in Punkten; privater Konsum, verfügbares Einkommen: Veränderung gegenüber Vorjahr in %; jeweils Drei-Monats-Durchschnitte, preisbereinigt. Rezessionen schattiert. Quellen: Conference Board, Bureau of Economic Analysis.

Weil die heimische Nachfrage in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich schneller wachsen wird, als die Unternehmen ihre Kapazitäten hochfahren können, werden die Kapazitäten insgesamt mehr ausgelastet. Das wird die Preise anziehen lassen. Nach einer Kerninflationsrate von 1,5 % im Jahr 2017 erwarten wir für 2018 einen Anstieg von 1,8 % (2 % im vierten Quartal 2018). Die US-Notenbank Fed wird auf die stärkere Wirtschaftsdynamik und den etwas höheren Preisdruck im Jahr 2018 mit wahrscheinlich vier Zinsschritten nach oben reagieren. Der Abbau ihres Anleiheportfolios läuft im Hintergrund weiter. Falls die Lohnzuwächse deutlich zunehmen und eine jährliche Zuwachsrate von rund 3,5 % überschießen, könnte die Fed ihre Geldpolitik sogar noch schneller straffen. Das dürfte aber frühestens 2019 der Fall sein.

*Höherer Preisdruck und damit mehr Fed-Zinsschritte als bisher erwartet*

Den zusätzlichen Fiskalstimulus hat die US-Wirtschaft in ihrem neunten Jahr des Aufschwungs nicht nötig. Die Steuerreform wird die Konjunktur im kommenden Jahr befeuern. Sie erhöht aber auch – neben dem Budgetdefizit und den Staatsschulden – die Gefahr, dass die Konjunktur überhitzt. Die Steuersenkungen straffen den Konjunkturzyklus: Die Wirtschaft wächst in den nächsten zwei Jahren über ihrem Potenzial, der Preisdruck steigt und die Fed antwortet darauf mit mehr Zinsschritten nach oben – bis die Stimmung kippt und um 2020/2021 der Kater auf die Party folgt. Neben den USA werden auch die Regionen, in denen der wirtschaftliche Erholungsprozess noch nicht so fortgeschritten ist, unter dieser Korrektur leiden.

*Mittelfristig droht Überhitzung*

*Konjunktur  
gewinnt an Dynamik*

*Frühindikatoren  
vielversprechend*

*EZB sorgt  
weiter für Rückenwind*

## II. Westeuropa: Eurozone klar im Vorteil

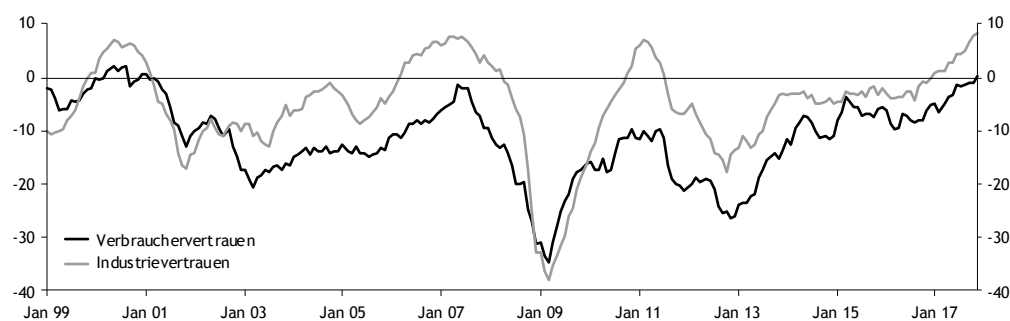
(Cornelia Koller)

### 1. Eurozone: Breit aufgestellter Aufschwung

Im Verlauf des Jahres 2017 hat uns die Eurokonjunktur immer wieder positiv überrascht. Gute Makrodaten, vielversprechende Früh- und Stimmungsindikatoren sowie schwindende Risiken durch die Wahlen in Frankreich und den Niederlanden haben es uns ermöglicht, unsere Prognosen für die Eurozone mehrfach anzuheben. Die Konjunktur hat allen politischen Unwägbarkeiten durch den Brexit, die Katalonien-Krise und die bevorstehenden Neuwahlen in Italien getrotzt. Eine aufgehellte Stimmung und mehr Wachstum auch außerhalb Europas haben den kräftigen Aufschwung in der Eurozone weiter gestützt. Das Bruttoinlandsprodukt ist im dritten Quartal 2017 um 0,6 % nach 0,7 % im zweiten und 0,6 % im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Dabei zeichnet sich immer stärker ab, dass die Erholung breit aufgestellt ist. Alle Länder und Wirtschaftsbereiche tragen zum Wachstum bei.

Alle Frühindikatoren zeigen eine zunehmende konjunkturelle Dynamik an. Das Industrier Vertrauen kletterte im November auf ein Allzeithoch. Das Verbrauchervertrauen hat sich zuletzt spürbar aufgehellt und liegt mit +0,1 Punkten erstmals seit Januar 2001 im positiven Bereich (Abbildung 5). Der Economic Sentiment Indicator der Europäischen Kommission erreicht den höchsten Stand seit über 17 Jahren und das Ifo-Geschäftsklima für die Eurozone ist im vierten Quartal auf den besten Wert seit Herbst 2000 gestiegen. Deshalb haben wir unsere BIP-Prognose für 2018 auf 2,4 % angehoben.

**Abb. 5: Eurozone - Stimmungsindikatoren**



In Punkten. Quelle: Europäische Kommission.

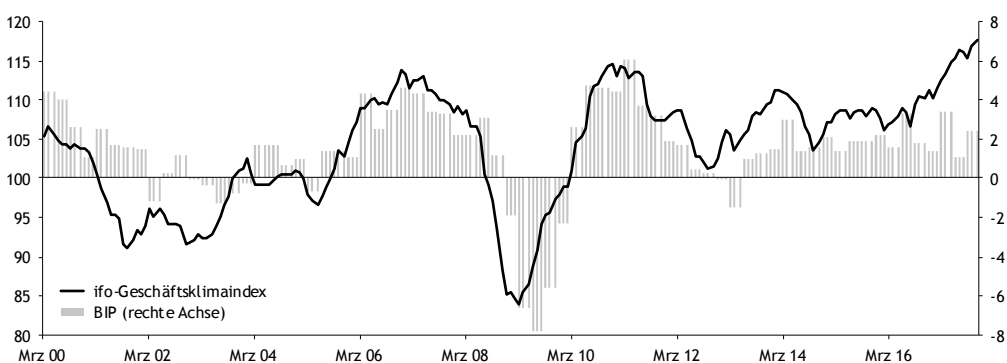
Kräftigen Rückenwind erhält die Eurokonjunktur unverändert durch die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, die Banken, Unternehmen und Verbraucher weiter mit Liquidität zu historisch niedrigen Zinsen versorgt. Wir erwarten, dass die Binnennachfrage auch 2018 vielerlei Impulse erhalten wird, aber vor allem der private Konsum wird bei langsam abnehmender Arbeitslosigkeit und steigenden Löhnen Konjunkturstütze bleiben. Zudem bleibt die Finanzpolitik leicht expansiv ausgerichtet. Darüber hinaus regen die günstigen Finanzierungskosten die Investitionstätigkeit der Unternehmen sowie die Bauinvestitionen an. Obwohl der stärkere Euro das Exportgeschäft für sich genommen etwas dämpfen könnte, haben sich die Exportaussichten dank der besseren globalen Konjunkturperspektiven insgesamt spürbar aufgehellt.

### 1.1. Deutschland: Besser geht es kaum

Die deutsche Wirtschaft brummt dank ihrer robusten Binnennachfrage und dem lebhafteren Welthandel. Das BIP nahm im dritten Quartal 2017 um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem es bereits im zweiten Quartal um 0,6 % und im ersten Quartal um 0,9 % gewachsen war. Wir erwarten, dass die deutsche Wirtschaft auch 2018 auf ihrem kraftvollen Wachstumskurs bleiben wird. Dies unterstreichen derzeit alle Frühindikatoren, allen voran der Höhenflug des Ifo-Geschäftsklimas, das im November noch einmal zugelegt und ein neues Rekordniveau erreicht hat (Abbildung 6). Auch wenn diese Umfragen überwiegend vor dem Scheitern der Sondierungsgespräche zwischen Union, FDP und Grünen stattfanden, dürfte die aktuelle politische Unsicherheit auf dem Weg in eine mögliche (eher kleine) „Große“ Koalition aus unserer Sicht nur geringe wirtschaftliche Folgen haben – dafür läuft die Konjunktur einfach zu gut: Wir erwarten für 2017 ein BIP-Wachstum von 2,5 %. Da die Wirtschaft derzeit so sehr unter Volldampf steht, dass es eigentlich kaum noch besser gehen kann, unterstellen wir für den Jahresverlauf 2018 eine etwas geringere Wachstumsdynamik von 0,5 % pro Quartal und erwarten für den Jahresdurchschnitt einen BIP-Zuwachs von immer noch 2,4 %. Ein Mangel an Facharbeitern kann den Zuwachs begrenzen.

*Deutschland:  
Die Konjunktur brummt  
und wird auch 2018 um gut  
2 % wachsen*

**Abb. 6: Deutschland - BIP-Wachstum und Ifo-Geschäftsklimaindex**



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

Die wesentlichen Wachstumsimpulse werden von der Binnennachfrage ausgehen. Weiter zunehmende Beschäftigung, moderate Lohnerhöhungen sowie das extrem niedrige Zinsniveau werden das Verbrauchervertrauen und die Kaufneigung beflügeln. So hielt sich das GfK-Konsumklima im November stabil auf seinem hohen Niveau. Des Weiteren profitiert die Baukonjunktur, insbesondere der Wohnungsbau, weiter vom niedrigen Zinsniveau. Auch die Unternehmen werden bei unverändert günstigen Finanzierungsbedingungen angesichts ihres hohen Sockels an zurückgestellten Investitionen mehr in Maschinen und neue Anlagen investieren. Die Kapazitätsauslastung ist inzwischen so hoch, dass die Unternehmen nicht nur Ersatz-, sondern vermehrt auch Erweiterungsinvestitionen tätigen werden. Nicht zuletzt wird die deutsche Exportwirtschaft weiter von der guten Weltkonjunktur profitieren. Dies wird die ausländische Nachfrage nach deutschen Produkten stärker wachsen lassen, als ein teurerer Euro die Nachfrage dämpft. 2018 dürfte der stärkere Euro das Wachstum daher nur leicht schmälern, wenn überhaupt.

*Konsum, Investitionen und  
Exporte tragen zum  
Wachstum bei*

*Frankreich:  
Macron schiebt wichtige  
Arbeitsmarktreformen an*

### **1.2. Frankreich: Wachstumstreiber Macron**

Nach der Wahl des proeuropäischen Reformpolitikers Emmanuel Macron zum Präsidenten Frankreichs ist das größte politische Risiko für die Konjunktur der Eurozone entfallen, nämlich eine Rechtspopulistin und Antieuropäerin Le Pen an der Spitze Frankreichs. Das zweitgrößte Land der Eurozone wird nun nicht länger Wachstumsnachzügler sein. Stattdessen kann es dank der Wirtschaftsreformen seines neuen Präsidenten neben Deutschland zu einer entscheidenden konjunkturellen Antriebskraft für die gesamte Eurozone werden. Stand der überregulierte Arbeitsmarkt bisher einem breiter angelegten Aufschwung im Weg, werden die Arbeitsmarktreformen vom September 2017 sowie die schrittweisen Steuer- und Sozialreformen zu mehr Beschäftigung und einer zunehmenden internationalen Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs beitragen. Auch im Investitionsplan für die nächsten fünf Jahre, der 57 Mrd. Euro für Zukunftsprojekte bereitstellt, spielen die berufliche Aus- und Weiterbildung neben Innovationen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und der Digitalisierung eine zentrale Rolle.

*Wachstumsprognose 2018  
kräftig nach oben korrigiert*

Bereits im Verlauf des Jahres 2017 konnte Frankreich mit guten Wachstumswerten aufwarten. So wuchs das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal 2017 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal nach 0,6 % im zweiten und 0,5 % im ersten Quartal. Der private Konsum gewann dabei zuletzt wieder an Schwung und sollte sich im nächsten Jahr weiter dynamisch entwickeln und zu einer tragenden Säule des Wachstums werden. Auch die Unternehmen investierten zuletzt wieder mehr und die Exporte nahmen zu. Die Stimmung in der französischen Wirtschaft ist im Höhenflug und lässt eine weitere Belebung der Konjunktur erwarten: Der Indikator für das Geschäftsklima erreichte im November den höchsten Wert seit fast zehn Jahren. Wir haben unsere Prognose für das französische BIP im Jahresverlauf 2017 mehrfach angehoben und erwarten nun ein Wachstum von 1,8 % für 2017 und 2,1 % für 2018, verglichen mit nur 1,2 % beziehungsweise 1,3 % in unserem Ausblick im letzten Jahr.

### **1.3. Italien: Trotz politischer Unsicherheit weiter langsam aufwärts**

*Italien:  
zurück auf  
Wachstumskurs*

Die vom früheren Premierminister Matteo Renzi im Jahr 2015 angestoßenen Arbeitsmarktreformen haben Wirkung gezeigt: Die Beschäftigung wächst und die Wirtschaftsleistung nimmt wieder etwas stärker zu. Das BIP ist im dritten Quartal 2017 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Industrieproduktion und Dienstleistungen zogen an; auch die Exporte trugen zum Wachstum bei. Auf der Habenseite kann Italien zudem verbuchen, dass die Finanzpolitik mittlerweile eher positive Impulse liefert während das Budgetdefizit auf 2,3 % zurückgegangen ist. Gleichwohl bleiben die öffentlichen Finanzen Sorgenkind mit einer Staatsverschuldung von über 130 % des BIP.



Dank der zunehmenden Beschäftigung hat sich die Laune der Verbraucher deutlich verbessert. Aber die politische Unsicherheit wegen der Neuwahlen im Frühjahr (wahrscheinlich im März) dämpft die Stimmung. Wir erwarten eine länger anhaltende Hängepartie nach den Wahlen. Obwohl wir es für unwahrscheinlich halten, schwebt über allem immer noch ein kleines Restrisiko, dass radikale Parteien versuchen könnten, Italien nach den Neuwahlen aus dem Euro zu katapultieren. Das Risiko einer Bankenkrise ist deutlich geringer als noch vor einem Jahr, nachdem die Regierung inzwischen ernsthafte Schritte zur Bereinigung des italienischen Bankensektors unternommen hat. Da durchgreifende Strukturreformen und politische Stabilität noch immer Spielraum nach oben lassen, wird Italien auch in diesem und im nächsten Jahr mit einem Wachstum von voraussichtlich 1,5 % hinter der Eurozone zurückbleiben.

*Aber politische  
Unsicherheit bleibt*

#### **1.4. Spanien: Wachstumslokomotive wird durch Katalonien-Krise nicht ausgebremst**

Spanien zählt weiter zu den Wachstumslokomotiven der Eurozone. Das rigide Sparprogramm der Regierung in den Jahren bis 2015, die Reformen am Arbeitsmarkt sowie die Lohnzurückhaltung haben sich ausgezahlt. Die Wettbewerbsfähigkeit hat sich deutlich verbessert. Da das Wachstum mittlerweile recht breit aufgestellt ist, erholt sich das Land weiter. Das BIP legte trotz der schwelenden Katalonien-Krise im dritten Quartal um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal zu. Dies spiegelt auch der Arbeitsmarkt wider: Die Arbeitslosenquote sank im dritten Quartal auf 16,4 % und damit auf den niedrigsten Stand seit 2008. Anfang 2013 – auf dem Höhepunkt der Wirtschaftskrise – hatte sie bei fast 27 % gelegen. Gleichwohl bleibt die Erwerbslosigkeit, vor allem unter den jungen Menschen (aktuell: rund 37 %), immer noch zu hoch. Das Schaffen neuer Arbeitsplätze stellt Spaniens Wirtschaftspolitik weiterhin vor große Herausforderungen.

*Spanien:  
Wachstumstreiber 2017*

Wir erwarten nicht, dass der kräftige Aufschwung durch den Konflikt um die Unabhängigkeitsbestrebungen der Region Katalonien ernsthaft bedroht ist und Investoren, Konsumenten und Touristen massiv verunsichern könnte. Der größte wirtschaftliche Effekt dürfte neben einem regionalen Einbruch vor allem im Tourismus in Katalonien in einer Verschiebung einiger Steuereinnahmen weg von Katalonien hin zu anderen Regionen Spaniens liegen, da eine Reihe von Unternehmen ihren Sitz entsprechend verlagert haben. Wir stufen den volkswirtschaftlichen Effekt insgesamt als vorübergehend und gedämpft ein. Gleichwohl erwarten wir ein etwas weniger lebhaftes Wachstum, da Investitionen, Beschäftigung und Konsum in diesem Aufschwung bereits so weit aufgeholt haben, dass sie im Zeitablauf wieder etwas von ihrer Wachstumsdynamik abgeben werden. Deshalb sagen wir für das viertgrößte Land der Eurozone 2018 einen BIP-Zuwachs um 2,9 % nach wohl 3,1 % in diesem Jahr voraus. Auch in Spanien liegt das Risiko für unseren Ausblick auf der politischen Seite.

*Auch 2018 dürfte trotz  
Katalonien-Krise gut laufen*

*Euroraum hängt  
Großbritannien ab*

## 2. Großbritannien: Brexit-Unsicherheit hinterlässt Spuren

Mit etwa 1,6 % wuchs die britische Wirtschaft über das Jahr 2017 stabil. Allerdings bleibt sie deutlich hinter der Eurozone (2,4 % Wachstum) zurück und verliert im Vergleich zum überraschend guten Vorjahr (1,8 %) etwas an Schwung. Zurückzuführen ist dies einerseits auf eine anhaltende Produktivitätsschwäche, die aus der geringen Investitionstätigkeit der Unternehmen und Haushalte im Zuge der Brexit-Unsicherheit resultiert. Andererseits verringerten hohe Inflation (November 3,1 %) und verhaltene Zuwächse bei den Nominallöhnen die Kaufkraft, sodass auch der private Konsum etwas schwächelt.

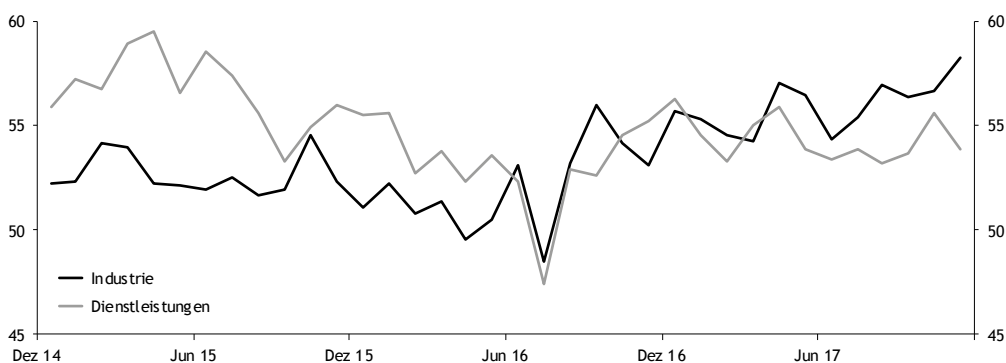
*Robustes drittes Quartal*

Das dritte Quartal 2017 übertraf mit einem Zuwachs von 0,4 % zum Vorquartal leicht die Erwartungen, blieb aber weiterhin spürbar hinter dem Wert von 0,6 % für die Eurozone zurück. Von hoher Bedeutung für Großbritannien ist der Dienstleistungssektor, der 79 % der gesamten Bruttowertschöpfung ausmacht. Dieser konnte im dritten Quartal um 0,4 % zulegen. Auch die Industrieproduktion (14 % des BIP) steuerte mit einer Zunahme von 1,1 % zum Wachstum bei. Zwar verlor das Baugewerbe (6 % des BIP) zum zweiten Mal in Folge an Boden, jedoch zeichnet sich besonders dieser Sektor durch starke Schwankungen aus, sodass wir in den folgenden Quartalen eine Erholung erwarten. Die exportorientierten Sektoren profitieren von der gesunden wirtschaftlichen Situation der Handelspartner in Europa und den USA sowie dem schwachen Pfund.

*Frühindikatoren zeichnen  
positiven Ausblick*

Die Stimmungskennzahlen zeigen generelle Zuversicht bei den Unternehmen und Haushalten an. Mit 58,2 Punkten im November ist der Einkaufsmanagerindex für die Industrie auf einem ausgesprochen hohen Niveau (Abbildung 7). Auch der etwas schwächelnde Dienstleistungsindex liegt mit 53,8 Punkten über der 50-Punkte-Grenze und deutet somit auf moderates Wachstum hin.

**Abb. 7: Großbritannien - Einkaufsmanagerindex**



In Punkten. Quelle: Markit.

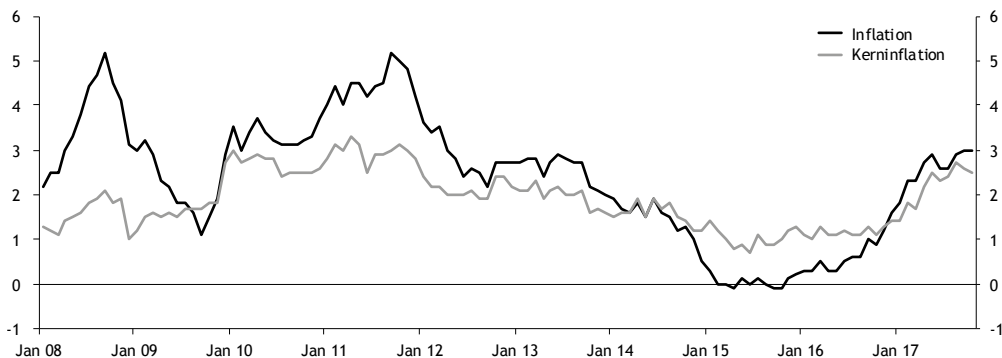
*Notenbank reagiert auf  
erhöhte Inflationsgefahr*

Die britische Inflationsrate liegt mit 3,1 % im November (Abbildung 8) deutlich über dem Ziel der Bank of England von 2 %. Das schwache Pfund, das seit dem Brexit-Votum auf handelsgewichteter Basis um 12 % abgewertet hat, treibt zunächst die Importpreise und anschließend das allgemeine Preisniveau in die Höhe. Wie erwartet hat die Bank of England deshalb ihren Leitzins im November 2017 um 25 Basispunkte auf 0,5 % erhöht. In den nächsten Jahren dürfte sie die Zinsen erneut langsam anheben,



vermutlich mit zwei weiteren Schritten im Jahr 2018. Mit der etwas strafferen Geldpolitik nimmt die Bank of England insgesamt nur einen Teil ihres vorherigen Stimulus zurück. Sie bleibt insgesamt weiterhin expansiv. Da gleichzeitig Impulse aus der Außenwirtschaft kommen, erwarten wir keine negativen Auswirkungen auf das Wachstum.

**Abb. 8: Großbritannien - Inflation und Kerninflation**



Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel. Quellen: Office for National Statistic, Eurostat.

Da sich das britische Pfund mittlerweile wieder etwas erholt hat, dürfte der Inflationsschub des Jahres 2017 im nächsten Jahr langsam auslaufen. Für das vierte Quartal 2018 erwarten wir eine niedrigere Inflationsrate von 2,5 %. Der britische Arbeitsmarkt boomt – mit einer Quote von 4,4 % hat die Arbeitslosigkeit ein neues Rekordtief erreicht. Allerdings hat der Zuwachs der Beschäftigung spürbar nachgelassen, da seit dem Brexit-Beschluss weniger Fachkräfte aus Europa auf die Insel kommen. Der hohe Beschäftigungsgrad schlägt sich allerdings nicht in einem Zuwachs der inflationsbereinigten Reallöhne nieder. Denn der Lohnanstieg wird auch 2018 von der Preissteigerungsrate übertroffen. Folglich wird das Wachstum des privaten Verbrauchs wieder gering ausfallen. Auch 2018 wird die Unsicherheit aus dem Brexit-Votum Unternehmen dazu veranlassen, Investitionen zu vertagen. Optimistisch stimmt zumindest der Außenhandel: Die Kombination aus starkem Wachstum der Handelspartner und einer unterbewerteten Währung wird die Exporte fördern. Insgesamt rechnen wir 2018 mit einem Wirtschaftswachstum in Höhe von 1,8 % nach 1,6 % im vergangenen Jahr.

Das Wachstumspotenzial hängt vom Ergebnis der Brexit-Verhandlungen sowie der anschließenden wirtschaftspolitischen Ausrichtung Großbritanniens ab. Im Fokus stehen die Fiskal-, Arbeitsmarkt- und Handelspolitik. Obwohl in den Verhandlungen vieles ungeklärt bleibt, lassen sich durchaus Fortschritte erkennen. Bei der Frage nach der finanziellen Restverbindlichkeit Großbritanniens gegenüber der EU haben sich beide Seiten grundsätzlich geeinigt. Ein weicher Brexit mit einem umfassenden Handelsabkommen mit der EU würde Unsicherheit abbauen und Großbritannien ein langfristiges Wachstumspotenzial von etwa 1,8 % ermöglichen. Sollte es aber zu einem harten Brexit kommen, bei dem bis Ende März 2019 keine geeigneten Nachfolgeregelungen gefunden werden und Großbritannien schlagartig den freien Zugang zum Europäischen Binnenmarkt verlieren würde, säne das Wachstumspotenzial auf 1,5 %. Die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios sehen wir bei 20 %.

*Wir erwarten für 2018 ein Wachstum von 1,8 %*

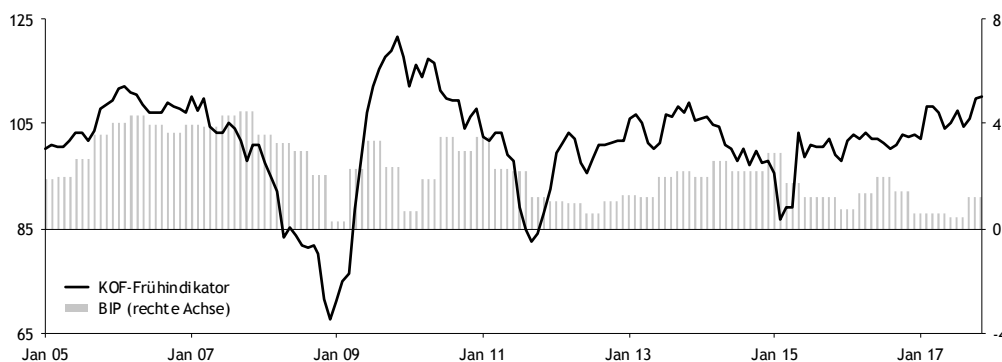
*Wichtige Details des Brexits noch ungeklärt, Fortschritte erkennbar*

*Schweizer Wirtschaft  
erholt sich*

### 3. Schweiz: Erst Flop, dann top

Die Schweizer Wirtschaft erholt sich. Nach rückläufiger Wirtschaftsleistung im Jahr 2016 verzeichnete das BIP zunächst langsame und dann schnelle Zuwächse in den ersten drei Quartalen 2017. Die positive konjunkturelle Dynamik wurde besonders von der Industrie, dem Handel und Gesundheitswesen sowie den unternehmensnahen Dienstleistungen getragen und führte zu höheren Unternehmensumsätzen. Insgesamt hat die Wirtschaft 2017 um etwa 0,9 % gegenüber dem Vorjahr zugelegt.

**Abb. 9: Schweiz - BIP-Wachstum und KOF-Frühindikator**



BIP-Veränderung gegenüber Vorjahr in %; KOF-Konjunkturbarometer in Punkten. Quellen: Staatssekretariat, KOF.

*Konjunkturdynamik wird  
sich weiter verbessern*

Wir erwarten, dass die Konjunktur in den kommenden Monaten weiter Fahrt aufnehmen wird. Mit knapp 110 Punkten liegt der Frühindikator der Konjunkturforschungsstelle (KOF) auf dem höchsten Wert seit Juni 2010 (Abbildung 9). Aufgrund ihrer hohen Exportquote wird der Schweiz das dynamische Wachstum der Handelspartner zugutekommen. Der Export wird auch durch einen schwächeren Franken unterstützt. Der Bedarf nach sicheren Anlageländern hat nachgelassen.

*Schweizer Wirtschaft kann  
2018 um 1,9 % wachsen*

Zudem dürfte die anziehende Konjunktur angesichts ausgelasteter Kapazitäten und niedriger Zinsen von zunehmenden Ausrüstungs- und Bauinvestitionen gestützt werden. Sowohl eine etwas geringere Arbeitslosenquote von voraussichtlich 3,3 % als auch die wachsende Bevölkerungszahl werden den privaten Verbrauch anregen. Für das Jahr 2018 rechnen wir deshalb mit einem robusten Wirtschaftswachstum von 1,9 %.

*Deflationsgefahr überwunden*

Um den Druck auf den Franken zu verringern, orientiert sich die Schweizer Nationalbank (SNB) an der Geldpolitik der EZB. Dabei sollen niedrigere Zinssätze den Franken für ausländische Investoren weniger attraktiv machen. Da die EZB ihren Leitzins noch nicht erhöht hat, bleibt das Zielband der SNB für den Drei-Monats-Libor ebenfalls unverändert zwischen -0,25 und -1,25 Prozent. Durch höhere Preise im Dienstleistungssektor sowie den schwächeren Franken hat die Deflationsgefahr nachgelassen. Für 2018 erwarten wir erneut eine Inflationsrate von etwa 0,4 %, mit einem leichten Anstieg im Zeitverlauf.

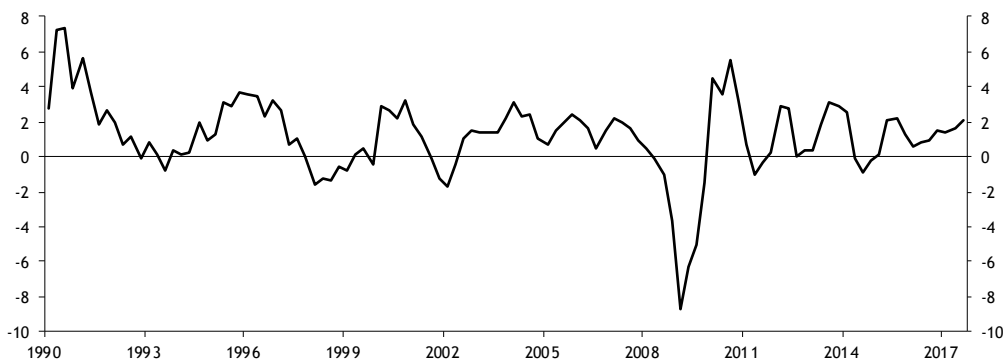
### III. Japan: Die Kirschbäume blühen kräftiger denn je

(Dr. Florian Hense)

Japans Wirtschaft mausert sich zur Überraschung aller Skeptiker. Angesichts schrumpfender Bevölkerung und mäßigen Produktivitätswachstums prophezeite so mancher dem Land der aufgehenden Sonne den wirtschaftlichen Niedergang. Doch die Konjunktur hat sich seit der Rezession 2014 merklich stabilisiert, wie das kontinuierliche Wachstum (auf Vorquartalsbasis) über die vergangenen sieben Quartale zeigt. Ein so lange währendes Wachstum konnte Japan zuletzt in den späten 1980er Jahren genießen. Darüber hinaus nimmt auch Japans Konjunktur derzeit im globalen Aufschwung weiter Fahrt auf. Nach einem durchschnittlichen BIP-Wachstum von 1,2 % in den beiden Vorjahren (Abbildung 10) rechnen wir für 2017 mit 1,8 % und 1,5 % für 2018. Angesichts eines Potenzialwachstums von unter 1 %, was in etwa dem Wachstum der letzten zehn Jahre entspricht, entwickelt sich die Wirtschaft für japanische Verhältnisse außerordentlich gut.

*Japans Wirtschaft  
wächst und gedeiht*

**Abb. 10: Japan - BIP-Wachstum**



In % gegenüber Vorjahr. Quelle: Japanisches Kabinettsbüro.

Umstritten ist, inwieweit die gute Konjunktur der Wirtschaftspolitik Premierminister Abes, den „Abenomics“, zuzuschreiben ist. Bei seinem Amtsantritt vor fünf Jahren hatte Abe angekündigt, Japan mit Hilfe eines mehrsäuligen Konjunkturprogramms sowie einer deutlich lockeren Geldpolitik aus der jahrzehntelangen ökonomischen Lähmung zu hieven. In unseren Augen haben die geld- und fiskalpolitischen Säulen von „Abenomics“ wenig zum Aufschwung beigetragen: Viele sehen darin zwar einen Treiber für die Erholung des japanischen Aktienmarktes, nicht aber unbedingt für die der Wirtschaft. Dagegen scheinen Fortschritte am Arbeitsmarkt als Teil der dritten „Abenomics“-Säule die Wirtschaft tatsächlich belebt zu haben. Auch dank neuer Anreize für Frauen, in den Arbeitsmarkt einzutreten, ist die Beschäftigungsquote von Frauen deutlich gestiegen.

*„Abenomics“  
nur ein Teilerfolg*

Mehr Frauen auf dem Arbeitsmarkt heißt: Der Druck des Bevölkerungsrückgangs auf das Arbeitskräftepotenzial wurde mehr als aufgefangen. Während die japanische Bevölkerung in den letzten Jahren im Schnitt um jeweils 0,2 % geschrumpft ist, haben das Arbeitskräftepotenzial und die Beschäftigung zugenommen (im vergangenen Jahr beispielsweise um 0,9 % beziehungsweise 1,3 %). Zudem hat sich auch das Produktivitätswachstum, der wichtigste Gradmesser für langfristiges Wirtschaftswachstum, beschleunigt. Zuvor hatte die kulturell, und durch wirtschaftspolitische Maßnahmen lange

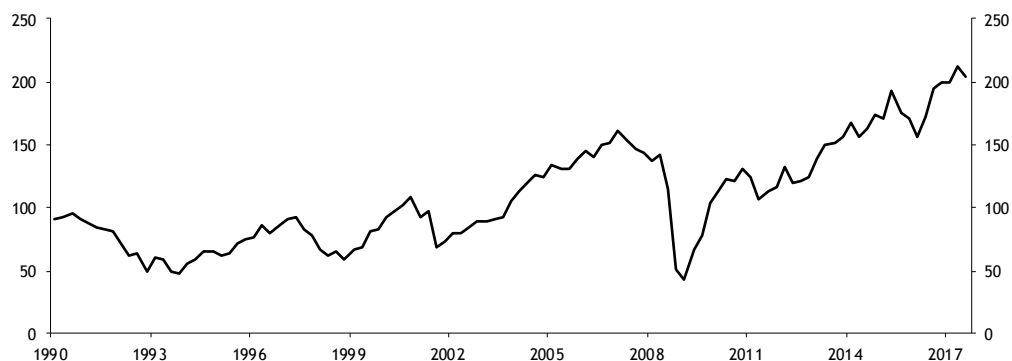
*Höhere Beschäftigung von  
Frauen steigert Effizienz  
und Produktivitätswachstum*

geförderte niedrige Erwerbsquote von Frauen die produktiven Fähigkeiten der japanischen Wirtschaft begrenzt. Nun bringen viele Frauen Fähigkeiten mit, an denen es dem japanischen Arbeitsmarkt bisher mangelte. Japan nutzt sein wertvolles Humankapital heute besser. Das Potenzialwachstum ist nun größer. In Anbetracht höherer Produktivitätsgewinne und Vollbeschäftigung – die Arbeitslosenquote liegt bei 2,8 % – werden die Lohn- und Einkommenszuwächse nominal wie real langsam anziehen. Das fördert den privaten Verbrauch.

*Rekordgewinne und mehr Investitionen bei Unternehmen*

Die Unternehmensinvestitionen, neben dem privaten Konsum die andere große privatwirtschaftliche Stütze der japanischen Wirtschaft, haben ebenfalls angezogen. Die robuste heimische Konjunktur und der wiedererstarke Außenhandel sorgen für Rekordgewinne, sowohl absolut als auch relativ zum BIP. Weil Premierminister Abe mit besseren Corporate Governance-Regeln den Unternehmenssektor weiter auf Effizienz trimmt und vorerst nicht mit einem Abflauen der Weltwirtschaft zu rechnen ist, sollten sich die Unternehmensgewinne weiter sehr positiv entwickeln (Abbildung 11). Natürlich gibt es auch Risiken: Eine deutliche Aufwertung des Yen, protektionistische Initiativen seitens der USA und die für 2019 geplante Mehrwertsteuererhöhung könnten die Konjunktur dämpfen. Gerade eine höhere Mehrwertsteuer ist in unseren Augen fehl am Platz. Sie soll die Staatsfinanzen verbessern. Doch die japanische Regierung sollte sich lieber darauf konzentrieren, das langfristige Wachstumspotenzial der Wirtschaft weiter zu beleben – dann steigen die Steuereinnahmen von alleine.

**Abb. 11: Japan - Unternehmensgewinne**



Index = 100 im Jahr 2000, basierend auf saisonal bereinigten Quartalsdaten. Quelle: Japanisches Finanzministerium.

*Inflation zieht an, aber die Zentralbank überlässt nichts dem Zufall*

Die Deflationssorgen sind endgültig verflogen. Die Preisentwicklung sollte sich angesichts der guten Konjunktur etwas beschleunigen. Weil das Inflationsziel von 2 % aber noch weit entfernt ist, wird die Bank of Japan vorläufig noch an ihrer äußerst expansiven Geldpolitik festhalten. Das Anleihekaufprogramm bleibt umfangreich und der Leitzins negativ, zumal Zentralbank-Gouverneur Kuroda, der die große Geldschwemme eingeleitet hat, vermutlich im April 2018 eine weitere Amtszeit antreten wird. Allerdings ist der konjunkturelle Effekt der Geldpolitik mittlerweile gering. Deshalb sollte die expansive Geldpolitik normalisiert werden. Dies ist möglich, ohne die Wirtschaft zu stören, wenn einzelne Zinsschritte mit viel Vorlauf und behutsam angekündigt werden.

## IV. Große Schwellenländer: Es geht aufwärts

### 1. China: Ungebremstes Wachstum

(Carsten Hesse)

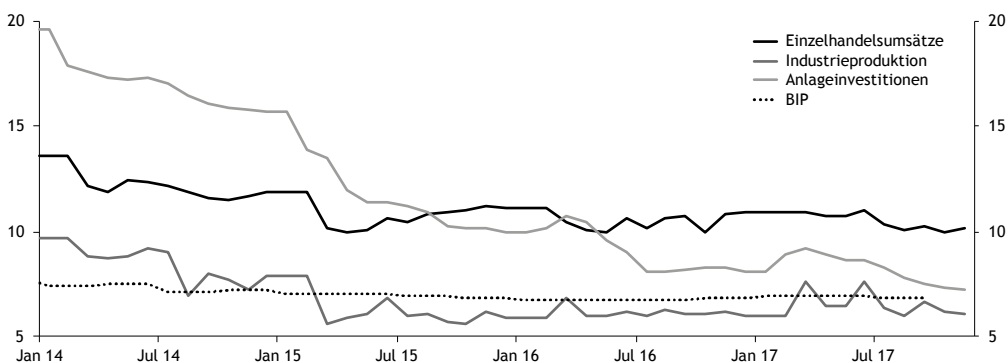
Seit gut drei Jahren wächst die chinesische Wirtschaft mit einer fast schon unnatürlichen Präzision zwischen 6,7 und 7,2 % pro Quartal im Jahresvergleich (Abbildung 12). Hinter der geringen Schwankungsbreite steckt neben einer kreativen Statistik eine sehr aktive Wirtschaftspolitik: Sobald der Privatsektor schwächelt, springt der Staat ein und sorgt für einen kräftigen Anstieg der Kreditvergabe und der Infrastrukturinvestitionen. Das Problem dieser Strategie ist eine stetig steigende Abhängigkeit von Krediten. Die gesamtwirtschaftliche Schuldenquote einschließlich des Privatsektors ist von 195 % des BIP im Jahr 2011 auf 260 % im Jahr 2016 gewachsen. Insbesondere die Schulden von Unternehmen und privaten Haushalten sind drastisch angestiegen.

*2017 lief für China  
besser als erwartet*

Trotzdem gelingt es langsam, das Wachstum von übermäßigen Investitionen auf den Konsum umzuschichten. Zudem erlaubt die hohe private Sparquote von über 40 %, zahlreiche Fehlinvestitionen zu verkraften. Seit Mitte 2015 wachsen die Einzelhandelsumsätze schneller als Anlageinvestitionen und Industrieproduktion. China hat von Januar bis November 2017 beachtliche 12,8 Mio. neue Arbeitsplätze geschaffen. Künftig werden geringeres Investitions- und Kreditwachstum sowie umweltpolitische Maßnahmen die Konjunktur etwas dämpfen: Wir erwarten 6,2 % BIP-Wachstum für 2018 und 5,8 % für 2019 nach 6,9 % im Jahr 2017 und 6,7 % im Jahr 2016.

*Wachstum wird mehr und  
mehr vom Konsum getragen*

**Abb. 12: China - BIP-Wachstum und einzelne Wirtschaftsbereiche**



ln % gegenüber Vorjahr. Quelle: Bloomberg.

Dank des globalen Aufschwungs wuchsen Chinas Exporte 2017 um etwa 7 %, deutlich schneller, als Experten zu Beginn des Jahres erwartet hatten. Auch der Immobiliensektor sieht weniger wacklig aus, nachdem der 2016 noch übertrieben hohe Anstieg der Immobilienpreise von über 20 % gegen Ende 2017 wieder abgeflaut ist. Den Immobilieninvestitionen hat dies bisher kaum geschadet. Der Verkauf von neuen Wohnungen und Möbeln hat 2017 sogar zweistellig zugelegt. Einige Beobachter warnen vor einer kommenden Immobilienkrise, da der Staat die Kreditvergabe einschränken möchte. Allerdings sind wir davon noch etwas entfernt. Peking hat erst kürzlich Immobilienentwicklern erlaubt, auch im Ausland im großen Stil Anleihen zu begeben.

*Exporte und  
Immobilienmarkt stabil*

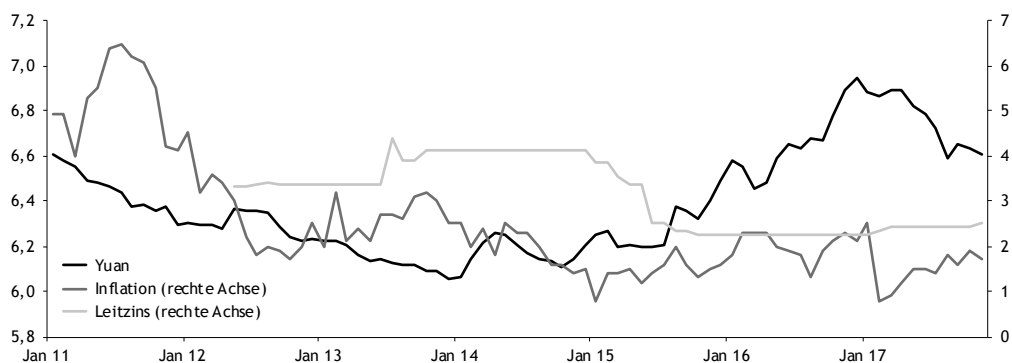
*Zentralbank hatte 2017  
alles im Griff*

Die Zentralbank konnte sich 2017 entspannt zurücklehnen. Die Wirtschaft floriert, aber der Preisauftrieb ist mit etwa 1,6 % im Jahresvergleich weiterhin verhalten und weit unterhalb des 3 %-Inflationsziels (Abbildung 13). Zudem hat der Yuan 2017 um 5 % gegenüber dem US-Dollar zugelegt. Dazu bilden die Währungsreserven ein dickes Polster: Nach einem Einbruch im Jahr 2016 sind sie seit dem ersten Quartal 2017 um rund 100 Mrd. auf 3,1 Bio. US-Dollar gewachsen. Die Zentralbank hob im ersten Quartal die Zinsen etwas an und hat im Dezember, nachdem die US-Notenbank Fed ihre Zinsen erhöhte, noch einmal mit 5 Basispunkten nachgelegt. Allerdings ist das Kreditwachstum immer noch hoch. Das Wachstum der Neukredite betrug im November im Drei-Monats-Durchschnitt 16 % im Jahresvergleich. Zur Mitte 2017 lag dieser Wert sogar bei über 40 %. Der Trend geht also in die richtige Richtung.

*Die Ruhe vor dem Sturm?*

2018 muss die Zentralbank wachsam sein. Die Gefahr besteht, dass die US-Fed die Zinsen schneller erhöht als erwartet. Wir erwarten derzeit vier Zinsschritte nach oben, die Fed selbst spricht gerade nur von drei Schritten. Zudem besteht die Möglichkeit, dass mit der amerikanischen Steuerreform Gelder aus dem Ausland abgezogen werden. Beides könnte zu einem schwächeren Yuan und damit zu etwas mehr Inflation führen. Die Zentralbank wird weiterhin vorsichtig agieren, um den Aufschwung zu unterstützen, ohne gleichzeitig einen noch größeren Schuldenexzess zu erlauben.

**Abb. 13: China - Währung, Inflation und Leitzins**



Yuan in US-Dollar; Inflation in % gegenüber Vorjahr; Leitzins in %. Quelle: Bloomberg.

*Präsident Xi:  
der starke Mann Chinas*

Der Generalsekretär der Kommunistischen Partei und Präsident Chinas, Xi Jinping, hat seine Macht auf dem Parteitag im Oktober gefestigt. Er ist erst der dritte Parteiführer, neben Mao Zedong und Deng Xiaoping, dessen Gedankengut als Leitlinie in die Parteiverfassung aufgenommen und der dabei auch namentlich erwähnt wurde. Daher wird er wahrscheinlich auch noch nach 2022, wenn nach ungeschriebenen Regeln seine Amtszeit endet, weiterhin an der Spitze der Partei und damit des Landes bleiben.

*Beziehungen zu USA trotz  
Trump besser als erwartet*

Die chinesischen Beziehungen zu den USA haben sich 2017 etwas verbessert. Auch wenn das Verhältnis kompliziert ist: Beide Länder brauchen einander. Im Handel genauso wie im Nordkorea-Konflikt. So versucht China derzeit, den Handelsüberschuss mit den USA durch den Kauf von US-Flugzeugen, Computer-Chips und Sojabohnen etwas zu verringern.



## 2. Indien: Reformen tun weh, zumindest kurzfristig

(Dr. Jörn Quitzau)

Mit jährlichen Wachstumsraten zwischen 7 und 8 % gehört Indien seit der Machtübernahme des reformeifrigen Premierministers Narendra Modi 2014 zu den dynamischsten Volkswirtschaften der Welt. Eine etwas schwächere Wachstumsrate von voraussichtlich 6,4 % im Kalenderjahr 2017 sorgt nun für Ernüchterung. Insbesondere die Bruttoanlageinvestitionen und die Exporte bleiben hinter ihrem Potenzial zurück. Auch der private Konsum legt im Vorjahresvergleich etwas weniger zu. Nach anfänglicher Schwäche erholte er sich im Jahresverlauf und bildet erneut eine wichtige Stütze für die Gesamtnachfrage. Angebotsseitig ergibt sich ein differenziertes Bild: Während sich der Dienstleistungssektor in einem leichten Aufschwung befindet und die Landwirtschaft konstant zum Wachstum beiträgt, hat der Industriesektor seinen Tiefpunkt gerade erst überwunden.

*Wachstumsmotor Indien  
gerät ins Stottern*

Die verringerte Dynamik überrascht nicht, denn die Daten werden maßgeblich von vorübergehenden Anpassungsprozessen nach Modis Währungs- und Steuerreform getrübt. So führte die plötzliche Entwertung der 500- und 1 000-Rupien-Scheine im November 2016 noch in den ersten Monaten des Folgejahres zu Reibungsverlusten im immer noch sehr bargeldorientierten Wirtschaftsleben. Auch die seit Juli 2017 gültige „Goods and Services Tax“, welche die Steuer auf Gütern und Dienstleistungen zwischen den indischen Bundesstaaten vereinheitlichen soll, ist kurzfristig mit Umstellungskosten verbunden. Langfristig sind von den Reformen allerdings positive Impulse auf das Wachstum zu erwarten: Ohne Bargeld in großen Scheinen wird es der Schattenwirtschaft schwerer gemacht. Die Steuerreform wird vermutlich auch die Unternehmensproduktivität steigern können. Folglich stufte die Ratingagentur Moody's die Kreditwürdigkeit Indiens von Baa3 auf Baa2 – und somit auf das Niveau Italiens – herauf. Für das Jahr 2018 rechnen wir mit einem kraftvolleren Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in Höhe von 7,5 %. Um diesen Kurs über den Prognosezeitraum hinaus zu halten, muss Indien aber Infrastrukturengpässe beseitigen und seine Bildungsausgaben ausweiten.

*Reformen erhöhen langfristig  
den Wachstumspfad*

Die Investitionen bleiben schwach. Da eine erhebliche Anzahl ausfallgefährdeter Kredite die Bilanzen indischer Banken belastet, sind sie in ihrer Kreditvergabe vorsichtig geworden. Dies schränkt die Finanzierungsmöglichkeiten vor allem für Privatpersonen und kleine Unternehmen ein, über die häufig keine Bonitätsinformationen vorliegen. Die angekündigte Sanierung öffentlicher Banken würde hier Abhilfe schaffen. Durch das Öffnen von Märkten und den Abbau von Obergrenzen hat Modi bereits die Bedingungen für ausländische Direktinvestitionen verbessert.

*Anhaltendes Problem  
ausbleibender Investitionen*

Zum zweiten Mal in Folge hat der Monsun ausreichend Regen für eine gute Ernte geliefert, auch wenn er 2017 etwas unregelmäßiger ausfiel. In Kombination mit der schwächeren Konjunktur hat dies den Druck von den Verbraucherpreisen genommen. Die Inflationsrate dürfte im Kalenderjahr 2017 bei 3,1 % und damit innerhalb des Zentralbankziels von 2 bis 6 % liegen. Im August 2017 nutzte die indische Notenbank den neu gewonnenen Spielraum für eine Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 6 %.

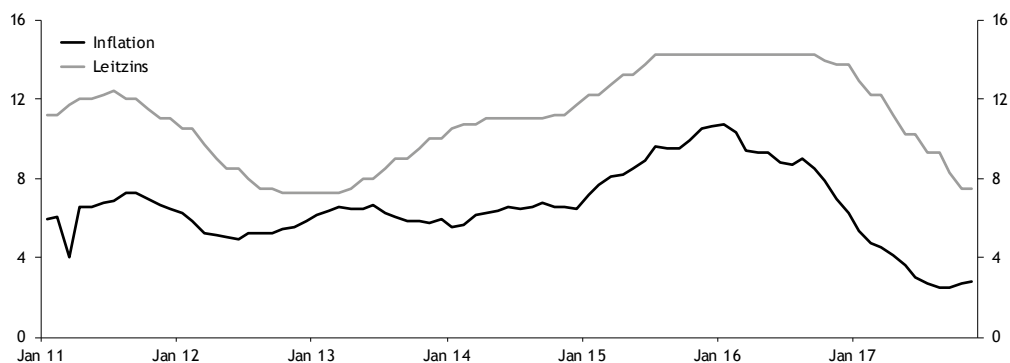
*Reserve Bank of India  
senkt Leitzins*

### 3. Brasilien: Auf dem Weg der Besserung

(Carsten Hesse)

Brasilien's Wirtschaft litt 2015 und 2016 unter einer scharfen Rezession. Das BIP schrumpfte um etwa 7 %. Erst 2017 ist das Wachstum zurückgekehrt. Wir erwarten für 2018 einen Anstieg des BIP von 2 % nach 0,8 % im Jahr 2017. Die Haupttreiber sind zum einen der wachsende private Verbrauch und zum anderen ein leichter Anstieg der Investitionen. Die Staatsausgaben nehmen weiter ab, um die notorisch hohe Neuverschuldung zu bekämpfen. Dank einer reichen Soja-Ernte war auch die Landwirtschaft 2017 ein Wachstumsträger. Steigende Rohstoffpreise unterstützen den wichtigen Bergbausektor. Wir erwarten zudem, dass dank steigender Beschäftigung und höherem Kreditwachstum auch der Dienstleistungsbereich wieder mehr zum Wachstum beitragen wird.

Abb. 14: Brasilien - Inflation und Leitzins



Inflation in % gegenüber Vorjahr; Leitzins in %. Quelle: Bloomberg.

#### Leitzins stark gefallen

Die Zentralbank nutzte die 2016 und im ersten Halbjahr 2017 stark rückläufige Inflationsrate und senkte die Zinsen radikal (Abbildung 14). Ende 2016 lag der Leitzins noch bei 13,75 %. Ein Jahr später ist dieser um fast die Hälfte gesunken. Die Inflationsrate ist im Jahr 2017 auf bis zu 2,5 %, dem niedrigsten Stand seit 1999, gefallen – und verließ damit weit unter dem Ziel der Notenbank von 4,5 %. Laut Zentralbank sind im kommenden Jahr weitere, kleine Zinssenkungen möglich, falls sich die Regierung Anfang 2018 auf eine Rentenreform einigt.

#### Präsident Temer setzt weiter auf Sparen

Präsident Temer will die Staatsfinanzen weiter sanieren. Derzeit fehlen ihm aber noch ein paar Stimmen im Parlament, um eine wichtige Rentenreform durchzusetzen. Temer will damit in den nächsten zehn Jahren 600 Mrd. Real (ca. 181 Mrd. US-Dollar) einsparen. Dies ist dringend notwendig, um die Staatsschulden zu stabilisieren und das weit überhöhte Budgetdefizit von derzeit etwa 8 % des BIP abzubauen.

#### Werden Temers Reformen wieder zurückgenommen?

Im Oktober 2018 sind Präsidentschaftswahlen. Der Wahlkampf geht aber schon jetzt in die heiße Phase. Ex-Präsident Lula ist der Favorit: Er droht, Temers Reformen wieder zurückzunehmen. Dies würde den Finanzmarkt belasten und wahrscheinlich zu niedrigeren Kreditratings führen. Noch ist allerdings unklar, ob Lula überhaupt an der Wahl teilnehmen darf. Er wurde schließlich wegen Korruption verurteilt.



## V. Osteuropa: Vorerst weiterhin Wachstum

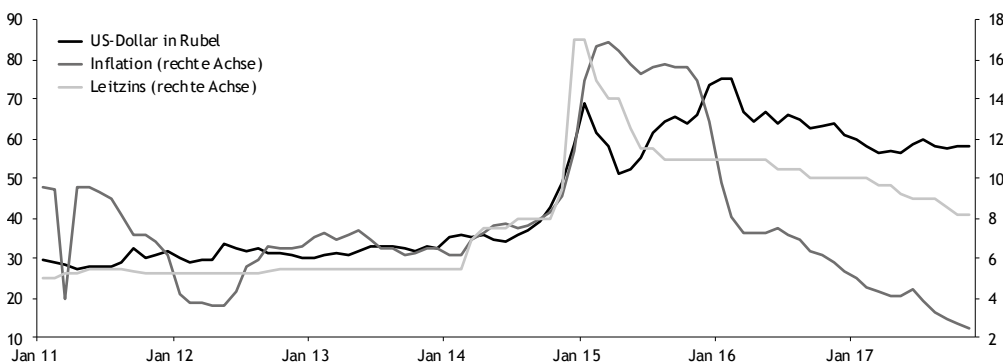
(Carsten Hesse)

### 1. Russland: Stabiles Wachstum vor der Präsidentschaftswahl

Nach zwei Jahren Rezession ist die russische Wirtschaft im Jahr 2017 um etwa 1,7 % gewachsen. Für 2018 zeichnet sich eine ähnlich starke Expansion von 1,9 % ab. Unterstützend wirken dabei der im Jahresvergleich um etwa 15 % gestiegene Ölpreis und ein langsam anziehendes Kreditwachstum dank fallender Zinsen. Die russische Zusammenarbeit mit der OPEC hat die Ölförderung in den OPEC-Staaten erfolgreich reduziert. Gleichzeitig profitierten die russische Wirtschaft sowie der Staatshaushalt von der weltweit steigenden Nachfrage nach Rohstoffen. Deshalb konnte auch der Rubel 2017 etwas gegenüber dem US-Dollar zulegen (Abbildung 15).

*Die Wirtschaft kommt langsam wieder in Schwung*

**Abb. 15: Russland - Wechselkurs, Inflation und Leitzins**



US-Dollar in Rubel; Inflation in % gegenüber Vorjahr; Leitzins in %. Quelle: Bloomberg.

Ein großes Lob gilt der russischen Zentralbank. Sie hat mit einer sehr restriktiven Geldpolitik und einer starken Zinserhöhung Ende 2014 den Grundstein für die Erholung des Rubels gelegt und das Inflationsgespenst erfolgreich gebändigt. Die Preise sind im November 2017 um nur noch 2,5 % im Jahresvergleich gestiegen, der niedrigste Anstieg seit mindestens 1992 und weit unterhalb des 4 %-Inflationsziels der Geldhüter. Der Leitzins von 7,75 % liegt weiter deutlich oberhalb der Inflationsrate. Daher sind 2018 weitere Zinssenkungen sehr wahrscheinlich.

*Die Zentralbank hat gute Arbeit geleistet*

Präsident Putin wird die Präsidentschaftswahlen am 18. März mit großer Sicherheit und eindeutig gewinnen. Ernstzunehmende Konkurrenten, die an der Wahl teilnehmen dürften, gibt es nicht. Laut aktueller Umfragen wird Putin etwa zwei Drittel der Stimmen erhalten. Es ist aber nicht alles rosig: Die aggressive nationale Rhetorik des Kremls ist zwar im Inland weiterhin sehr populär, hat aber die Spannungen mit dem Westen verstärkt. Die Beziehungen zu den USA sind so angespannt wie seit dem Kalten Krieg nicht mehr. Der Kontakt zu Europa ist nicht viel besser, die westlichen Sanktionen aufgrund Moskaus Rolle im Ukraine-Konflikt sind weiter in Kraft. Putin wäre nach dem Ende der neuen sechsjährigen Amtszeit der dienstälteste Herrscher Russlands seit Stalin. Da ab 2024 Putin laut Verfassung zur Seite treten muss, könnte das Risiko interner Machtkämpfe steigen.

*Putin wird die Wahlen im März gewinnen*

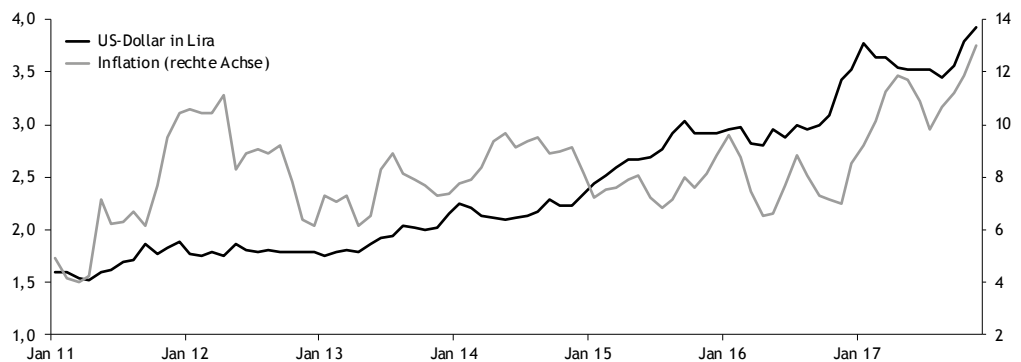
## 2. Türkei: Wann kommt der Kater?

(Carsten Hesse)

*Starkes Wachstum*

Ende 2016 stand die Türkei am Rande einer Rezession. Trotz des missglückten Militärputschs im Sommer 2016 ist die Wirtschaft 2017 dennoch um mehr als 5 % gewachsen. Dahinter steckt ein kostspieliges Konjunkturprogramm Ankaras: Riesige Kreditgarantien und Steuersenkungen auf langlebige Konsumgüter federten die Krise ab. 2018 werden nun viele staatliche Maßnahmen wieder auslaufen und damit das Wachstum auf etwa 3,2 % verlangsamen.

**Abb. 16: Türkei - Wechselkurs und Inflation**



US-Dollar in Lira; Inflation in % gegenüber Vorjahr. Quelle: Bloomberg.

*Aber die Inflation ist viel zu hoch*

Das künstlich angefachte Wachstum hat eine dunkle Kehrseite: Die Inflation stieg im November auf 13 % – und liegt damit weit über dem Inflationsziel der Zentralbank von 5 % (Abbildung 16). Der überzogene staatliche Stimulus hat die Nachfrage stark anziehen lassen, weshalb das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage weiter aus der Balance geraten ist. Außerdem haben der Kampf gegen die Opposition und Spannungen mit dem Westen ausländische Direktinvestoren verunsichert und die Lira geschwächt. Der Verlust der Lira gegenüber dem US-Dollar liegt 2017 bei knapp 9 %.

*Zentralbank weiter unter massivem Druck*

Wieso greift die Zentralbank nicht ein? Laut Präsident Erdogan sind hohe Zinsen schuld an der hohen Inflation, daher solle in ihren Augen die Zentralbank die Zinsen senken und nicht erhöhen. Solche Aussagen binden die Hände der Geldhüter. Doch nur mit deutlich höheren Zinsen kann das Vertrauen der internationalen Anleger zurückgewonnen und das Inflationsgespenst vertrieben werden. Der Nettozins ist derzeit sogar negativ, da der Haupt-Leitzins mit 12,75 % unterhalb der Inflationsrate liegt. Das ist viel zu niedrig für ein schwankungsanfälliges Land wie die Türkei.

*Außerdem: Das Zwillingdefizit wächst*

Der schnell wachsende Privatkonsum bereitet weitere Probleme. Die Türkei leidet unter einem Zwillingdefizit: ein Defizit im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz. Beide Defizite wachsen wieder. Das erhöht die Verwundbarkeit der türkischen Volkswirtschaft, insbesondere falls die US-Notenbank die Zinsen im nächsten Jahr schneller als erwartet erhöht. Dies würde den Carry Trade, also das Ausnutzen von Zinsunterschieden zwischen Ländern, unattraktiver machen. Doch genau dieser Carry Trade ist bisher die Grundlage für das Refinanzieren der türkischen Auslandsschulden.

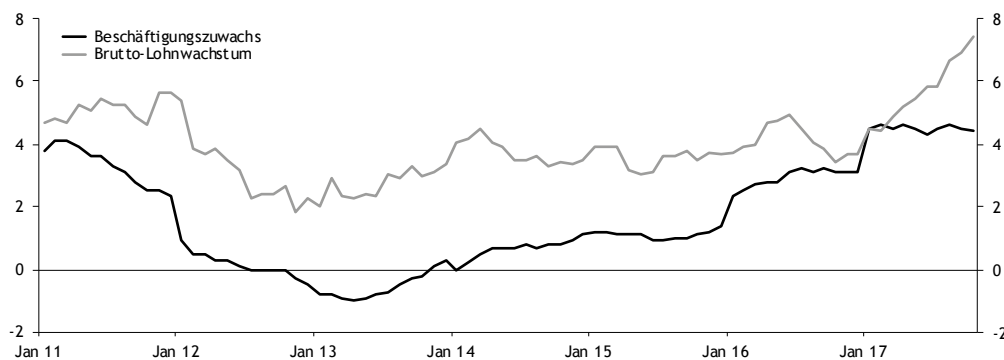
### 3. Polen: Starkes Wachstum und ein neuer Ministerpräsident

(Carsten Hesse)

Polens Wirtschaftswachstum übertraf 2017 alle Erwartungen. Dank anziehendem Privatkonsum und steigenden Ausfuhren wuchs das polnische BIP 2017 um mehr als 4 %. Die Investitionen waren Anfang des Jahres noch schwach, haben aber im Laufe des Jahres – vor allem dank EU-Subventionen – wieder zugelegt. Starker Beschäftigungsanstieg, steigende Löhne und ein stabiles Kreditwachstum sind eine gute Basis für mehr Wachstum auch im Jahr 2018. Wir erwarten einen Anstieg des BIP von 3,8 %.

*Konjunktur läuft  
besser als erwartet*

**Abb. 17: Polen - Beschäftigung und Löhne**



In % gegenüber Vorjahr. Quelle: Bloomberg.

Eine ausufernde Inflation ist die größte Gefahr für die polnische Wirtschaft im kommenden Jahr. Die Inflation kletterte im November 2017 schon auf 2,5 % im Jahresvergleich, der höchste Wert seit 2012. Kräftiges Lohnwachstum und ein ausgabefreudiger Staat bilden eine gefährliche Kombination (Abbildung 17). Die Wirtschaft droht zu überhitzen. Die Zentralbank sollte in diesem Falle eingreifen und die Zinsen erhöhen. Wenn man die jüngsten Aussagen von Zentralbankchef Glapinski ernst nimmt, ist das jedoch unwahrscheinlich: Er ist kein Freund von Zinserhöhungen und will den Leitzins von derzeit 1,75 % bis Ende 2018 unangetastet lassen.

*Inflation im nächsten Jahr  
eine ernstzunehmende Gefahr*

Der ehemalige Banker Mateusz Morawiecki ist der neue Ministerpräsident Polens. Gleichzeitig wird er wohl weiter sein bisheriges Superministerium von Finanzen und Wirtschaft leiten. Morawieckis Politik hat maßgeblich zum jetzigen Aufschwung beigetragen. Dank der guten Konjunktur schlagen sich die stark ansteigenden Sozialtransfers, vor allem das höhere Kindergeld, entgegen vieler Erwartungen bisher nicht in einem höheren Haushaltsdefizit nieder. Der Fehlbetrag blieb 2017 wahrscheinlich unter 2 % des BIP und damit innerhalb der Maastricht-Grenze von 3 %.

*Der neue Ministerpräsident  
Morawiecki leistete bisher  
gute Arbeit*

Ein wichtiger Teil von Morawieckis neuem Job wird es sein, die polnisch-europäischen Beziehungen zu verbessern und mögliche Strafmaßnahmen der EU aufgrund der eingeschränkten Rechtsstaatlichkeit in Polen zu vermeiden. Allerdings wird dies nicht einfach, da der Regierungskurs sehr wahrscheinlich weiter deutlich europakritisch und autoritär bleiben wird.

*Aber: Regierung bleibt  
europakritisch*

## TEIL 5 MÄRKTE

### I. Anleihen: Graduelle Rücknahme des geldpolitischen Stimulus

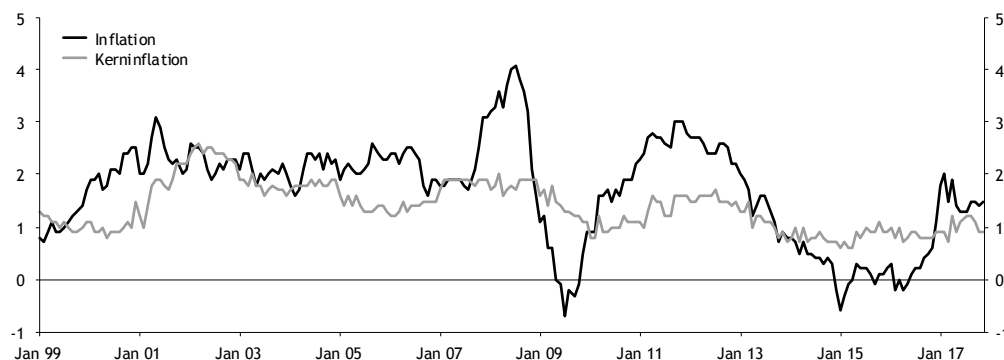
(Cornelia Koller)

#### 1. Inflation: Moderater Anstieg

*Inflation in den Industrieländern weiter moderat*

Die Entwicklung am Anleihemarkt wird auch im nächsten Jahr einerseits von verschiedenen politischen Risiken bestimmt und andererseits von der Inflation beziehungsweise den Inflationserwartungen getrieben. Obwohl die Inflation in allen Industrieländern aufgrund der nun wieder etwas höheren Ölpreise und der anziehenden Konjunktur gestiegen ist, bleibt der zu Grunde liegende Preisdruck weiterhin ausgesprochen moderat. Die Globalisierung, also der zunehmende internationale Wettbewerbsdruck auf Güter- und Arbeitsmärkten ebenso wie die steigende Transparenz durch das Internet, wie auch technischer Fortschritt allgemein sorgen dafür, dass die Preise selbst bei guter Konjunktur in den USA und der Eurozone bisher nur langsam steigen.

Abb. 18: Eurozone - Inflation



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

#### 1.1. Preisanstieg in der Eurozone bleibt gedämpft

*Eurozone:  
Inflation nähert sich  
EZB-Ziel von  
„nahe, aber unter 2 %“  
nur sehr langsam*

In der Eurozone ist der Preisauftrieb besonders gedämpft. Die Inflation bewegte sich über das Jahr 2017 mit den Energiepreisen. War die Inflationsrate bis April 2017 auf 1,9 % geklettert, ist sie im Zuge wieder nachgebender Ölpreise und der Euroaufwertung bis auf 1,3 % im Sommer zurückgefallen. Nachdem die Energiepreise angesichts der Spannungen zwischen Saudi-Arabien und dem Iran wie auch die Preise für andere Rohstoffe und Nahrungsmittel wieder anzogen, lag der Anstieg der Verbraucherpreise zuletzt bei 1,5 % (November). Damit ist die Inflation immer noch weit von der Zielmarke der EZB von „nahe, aber unter 2 %“ entfernt. Die Kerninflation, also ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise, verharrt zudem mit zuletzt 0,9 % seit Langem auf hartnäckig niedrigem Niveau (Abbildung 18). Dahinter stecken unter anderem die Strukturreformen auf den europäischen Arbeitsmärkten ebenso wie die relativ geringen Lohnzuwächse. In vielen Ländern der Eurozone entfällt ein Großteil der Beschäftigungszuwächse bisher auf den Niedriglohnsektor. Viele Beschäftigte sind bereit, für sichere Arbeitsplätze geringere Lohnzuwächse als früher zu



akzeptieren. Im Jahresdurchschnitt 2018 erwarten wir für den gesamten Euroraum eine gleichbleibende Inflationsrate von 1,7 %.

## 1.2. Stärkerer Preisauftrieb in den USA und vor allem in Großbritannien

Auch in den USA zog die Inflation 2017 weniger stark als erwartet an. Nachdem die zunächst von Präsident Trump angekündigten kreditfinanzierten Infrastrukturprogramme auf sich warten ließen, kam der Preisauftrieb nur sehr zögerlich in Gang. So hat sich der Rückgang der Arbeitslosenquote auf 4,4 % – also praktisch Vollbeschäftigung – auch in den USA nicht in einem höheren Lohndruck niedergeschlagen. Die Lohnzuwächse sind mit einer Jahresrate von zuletzt 2,5 % relativ gering geblieben. Zudem hielten Sondereffekte wie der Preiskampf im Mobilfunksektor die Inflation in Schach. Nachdem der Anstieg der Verbraucherpreise im Februar bis auf 2,7 % kletterte, fiel die Inflationsrate danach wieder zurück. Zuletzt lag der Anstieg der Teuerung bei 2,1 % und die Kernrate bei nur 1,7 % (November). Bei stärkerem Wachstum und weiter steigenden Löhnen erwarten wir, dass die US-Inflation im Jahr 2018 auf 2,5 % nach 2,2 % im Jahr 2017 steigen wird.

*USA:  
Inflation übersteigt 2 %*

In Großbritannien kehrte die Inflation unter dem Einfluss des Brexits und der daraus resultierenden Pfundschwäche dagegen viel deutlicher zurück als in der Eurozone und in den USA. Lag die Inflation zu Jahresanfang nur bei 1,8 %, kletterten die Verbraucherpreise im November um 3,1 % gegenüber Vorjahr. Wir erwarten, dass die Inflation im Verlaufe des Jahres 2018 leicht rückläufig sein wird und – wie bereits 2017 – im Jahresdurchschnitt 2,7 % betragen wird.

*Großbritannien:  
Schwachtes Pfund treibt  
Inflation auf 3 %*

## 2. Geldpolitik: Graduelle Rücknahme des Stimulus, aber unterschiedlich schnell

Solange der Inflationsdruck gering bleibt, können die westlichen Zentralbanken es sich erlauben, ihren monetären Stimulus langsamer als in früheren Konjunkturzyklen zurückzufahren. Dabei werden sie unterschiedlich schnell vorgehen. Die US-Notenbank Fed und die Bank of England haben bereits einen behutsamen Zinserhöhungskurs eingeleitet. Die Europäische Zentralbank wartet vorerst noch ab. Auch 2018 wird die Geldpolitik in der westlichen Welt nicht einheitlich sein.

*Fed und BoE setzen  
Zinserhöhungszyklus fort,  
EZB wartet noch ab*

### 2.1. EZB bleibt expansiv, geht aber leicht vom Gaspedal zurück

Die Geldpolitik der EZB bleibt weiterhin sehr expansiv, auch wenn die Währungshüter für 2018 einen graduellen Ausstieg aus dem laufenden Sonderprogramm beschlossen haben. So wird der Ankauf von Vermögenswerten zwar noch einmal um neun Monate bis September 2018 verlängert, das Volumen der monatlichen Käufe aber ab Januar 2018 auf 30 Mrd. Euro halbiert.<sup>2</sup> Das Ende des Anleiheankaufprogramms bleibt vorerst weiter offen und die EZB behält sich die Option vor, die Ankäufe gegebenenfalls erneut verlängern oder sogar wieder anheben zu können. Wir erwarten mit Blick auf die gute Konjunktur

*EZB:  
Wertpapierankaufprogramm  
läuft 2018 aus,  
erste Zinserhöhung im  
Sommer 2019*

<sup>2</sup> Bis Ende September 2018 werden monatlich 30 Mrd. Euro für den Kauf von Kreditverbriefungen (ABS, Asset-Backed Securities) und gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) sowie öffentlichen Anleihen und Unternehmensanleihen ausgegeben. Die EZB hat inzwischen Vermögenswerte des öffentlichen Sektors in Höhe von 1.869,1 Mrd. Euro und seit Anfang Juni 2016 Vermögenswerte des Unternehmenssektors in Höhe von 130,2 Mrd. Euro erworben. Im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen wurden 240,3 Mrd. Euro angekauft, ABS-Anleihen wurden in Höhe von 25,4 Mrd. Euro erworben (Stand: 8. Dezember 2017).

tur aber, dass das Ankaufprogramm tatsächlich im September 2018 auslaufen und EZB-Präsident Draghi die Märkte darauf im Sommer einstimmen wird. Nach Ende des Sonderprogramms wird sich der geldpolitische Fokus auf die Wiederanlagepolitik fälliger Anleihen konzentrieren. Wir erwarten, dass die EZB fällige Anleihen noch für einige Jahre durch den Kauf neuer Titel ersetzen und somit ihren Bestand konstant halten wird. Mit der ersten Leitzinserhöhung wird sich die EZB wohl noch bis 2019 Zeit lassen. Wir erwarten den ersten Zinsschritt auf 0,25 % beim Refinanzierungssatz im Juni 2019, gefolgt von einem weiteren Trippelschritt Ende 2019. Den Einlagensatz könnte die EZB bereits im März 2019 von -0,4 % auf -0,25 % anheben.

### **2.2. Fed setzt Zinserhöhungszyklus fort**

*Fed: 2018 vermutlich vier Zinsschritte nach oben*

Die Fed ist dagegen bereits dabei, ihre Geldpolitik behutsam zu normalisieren. Während ihrer letzten Sitzung im Dezember hat sie die Leitzinsen mit Blick auf die lebhaftere Konjunktur und die gute Entwicklung des US-Arbeitsmarktes zum dritten Mal im Jahr 2017 um 25 Basispunkte auf nun 1,5 % angehoben. Zudem kürzt sie seit Oktober 2017 ihre im Zuge der Finanzkrise bis auf rund 4,5 Bio. US-Dollar aufgeblähte Bilanzsumme, indem sie das Volumen der reinvestierten Gelder schrittweise reduziert und nicht mehr alle fälligen Anlagen ersetzt. Wir erwarten, dass die Fed diesen Kurs 2018 fortsetzen wird. Der Preisanstieg, gemessen am Deflator der persönlichen Verbrauchsausgaben, den die Fed als Inflationsmaßstab heranzieht, liegt zwar weiter unterhalb des geldpolitischen Ziels von 2 % (Oktober: 1,6 %, Kernrate 1,4 %), Fed-Präsidentin Janet Yellen ist aber zuversichtlich, diesem Ziel mit anziehender Konjunktur und stärker ausgelastetem Arbeitsmarkt mittelfristig näher zu kommen. Ab Februar heißt der neue US-Notenbankpräsident Jerome Powell. Der Nachfolger Yellens steht für Kontinuität in der Zinspolitik. Wir erwarten, dass die Fed ihren schrittweisen Zinserhöhungszyklus fortsetzen und ihren Leitzins im nächsten Jahr viermal um jeweils 25 Basispunkte anheben wird, sodass der Leitzins Ende 2018 bei 2,5 % liegen wird.

### **2.3. BoE erhöht Zinsen erstmals seit zehn Jahren**

*Bank of England: zwei Zinsschritte in 2018*

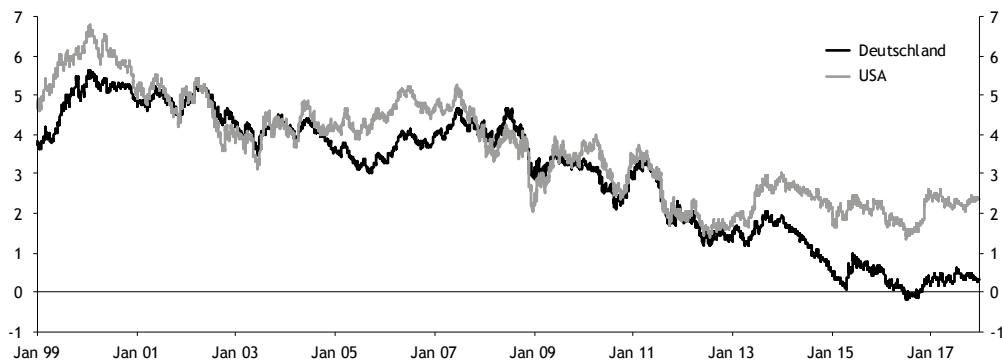
Die BoE hat ihren Leitzins Anfang November 2017 das erste Mal seit zehn Jahren wieder angehoben. Mit 0,5 % liegt der Zins damit wieder auf dem Vor-Brexit-Niveau. Anfang August 2016 hatte BoE-Gouverneur Carney die Zinsen als Reaktion auf den Brexit-Entscheid vorsorglich um 25 Basispunkte auf 0,25 % gesenkt. Nun hat er diesen Zinsschritt mit Blick auf die gestiegene Inflation und die auf 4,4 % zurückgegangene Arbeitslosenquote wieder rückgängig gemacht. Obwohl die britische Konjunktur schwächer ist als in anderen Teilen der westlichen Welt, haben das schwache Pfund und der rückläufige Zuzug qualifizierter Arbeitskräfte den Inflationsdruck erhöht. Deshalb wird die BoE ihren Zinserhöhungszyklus voraussichtlich schrittweise fortsetzen, um ihr Inflationsziel von 2 % mittelfristig zu sichern. Bis Ende 2018 erwarten wir noch zwei weitere Zinsschritte nach oben; einen im zweiten und einen im vierten Quartal. Gleichwohl bleibt die Geldpolitik insgesamt weiter relativ expansiv und damit eine Stütze für die britische Konjunktur.

### 3. Zinsen: Allmählich aufwärts

Die Entwicklung am Anleihemarkt war 2017 von den politischen Ereignissen sowie der Inflation und den Inflationserwartungen bestimmt. Auf der einen Seite ließen die von US-Präsident Trump angekündigten kreditfinanzierten Infrastrukturinvestitionen die Inflationserwartungen und die Zinsen zu Jahresanfang vor allem in den USA spürbar steigen. Auch in der Eurozone zogen die Renditen wegen höherer Ölpreise und guter Konjunktur an. Einen zusätzlichen Schub brachten die proeuropäisch verlaufenen Wahlen in den Niederlanden und vor allem die Wahl Macrons zum neuen Staatspräsidenten Frankreichs (Abbildung 19). Auf der anderen Seite wurde der Renditeanstieg durch Zweifel an der Durchsetzbarkeit der Trump-Politik sowie durch die nur zögerlich zurückkehrende Inflation gedämpft.

*Zinsen bewegen sich nur langsam nach oben*

**Abb. 19: Deutschland und USA - Renditen 10-jähriger Staatsanleihen**



In %. Quelle: Bloomberg.

Auch 2018 dürften sich die Zinsen im Spiegelbild der Inflationsentwicklung und des politischen Geschehens in den USA und Europa bewegen. Gute Konjunkturdaten, höhere Leitzinsen in den USA sowie das Auslaufen der Anleihekäufe der EZB sprechen für etwas höhere Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks. In den USA erwarten wir auch mit Blick auf den konjunkturellen Impuls der Steuerreform per Jahresende 2018 Renditen von 3,00 % für zehnjährige Staatsanleihen. Diesseits des Atlantiks werden die Zinsen im Windschatten des US-Rentenmarkts und der weiter florierenden Eurokonjunktur nach oben tendieren. Vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2018 könnten das Ende des Anleiheankaufprogramms der EZB und sich verfestigende Erwartungen über Leitzinsanhebungen im Jahr 2019 für höhere Renditen sorgen.

*Auch für 2018 erwarten wir nur moderat steigende Zinsen*

Allerdings werden geopolitische Risiken wie der Nordkorea-Konflikt oder anhaltende Spannungen im Nahen Osten Bundesanleihen weiter als sicheren Anlegehafen erscheinen lassen. Wir erwarten, dass die Zinsen im Laufe des Jahres 2018 maßvoll steigen werden, und prognostizieren per Jahresende Renditen um 1,10 % für zehnjährige Bundesanleihen. Deutlich höhere Zinsen, die die Konjunktur belasten könnten, zeichnen sich somit bislang nicht ab.

*Bundesanleihen bleiben sicherer Hafen*

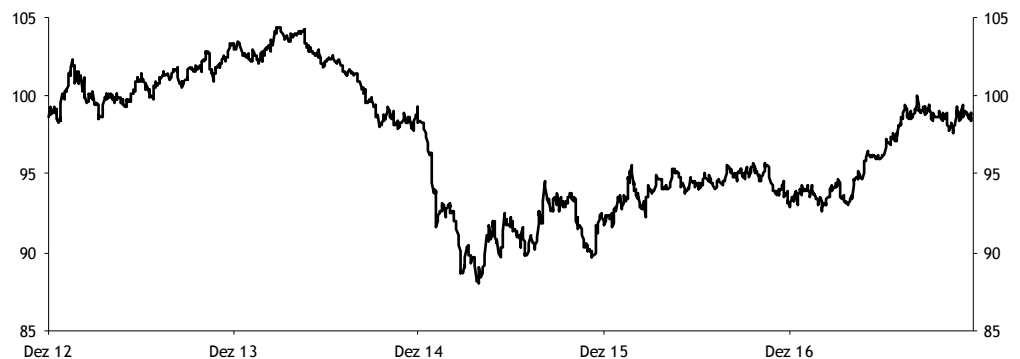
## II. Währungen: Erneute Euro-Rallye nicht in Sicht

(Dr. Jörn Quitzau)

*Positive  
Konjunkturaussichten sind  
zum großen Teil schon im  
Eurokurs eingepreist*

Der Aufschwung in der Eurozone wird sich im Jahr 2018 fortsetzen. Damit ist die Perspektive für die Gemeinschaftswährung grundsätzlich positiv. Gleichwohl ist mit dem rasanten Anstieg des Eurokurses Mitte 2017 schon ein großer Teil der positiven Aussichten eingepreist (Abbildung 20). Eine erneute Euro-Rallye ist somit im kommenden Jahr nicht zu erwarten. Langweilig wird es am Devisenmarkt dennoch nicht.

**Abb. 20: Handelsgewichteter Euro**



In Punkten. Quelle: Bloomberg.

### 1. US-Dollar: Rückenwind von der Zentralbank?

*Präsidentenwahl in  
Frankreich war Startschuss  
für die Euro-Rallye*

Nach der Präsidentschaftswahl in Frankreich hat sich die politische Situation in Europa entspannt. Der Euro ist dadurch und aufgrund der konjunkturellen Stärke – auch für uns Euro-Optimisten – überraschend schnell auf das Kursniveau von 1,20 US-Dollar je Euro gestiegen (Abbildung 21). Ein vergleichbar markantes Ereignis ist für 2018 nicht zu erwarten. Wir sehen deshalb für den Euro-Dollarkurs im Jahresverlauf eine Seitwärtsbewegung auf dem gegenwärtigen Niveau. Die Geldpolitik diesseits und jenseits des Atlantiks werden aber für größere Schwankungen sorgen.

**Abb. 21: Euro in US-Dollar**



Quelle: Bloomberg.



Die US-Notenbank Fed könnte die Devisenmarktakteure allerdings überraschen. Aufgrund der soliden Konjunktur, steigender Preise und der Steuerreform erwarten wir für 2018 inzwischen vier Zinsschritte in Höhe von jeweils 25 Basispunkten. Im Vergleich zum Marktkonsens sehen wir die Fed damit entschlossener handeln. Dementsprechend könnte der US-Dollar insbesondere in der ersten Jahreshälfte nochmal etwas stärker werden und den Eurokurs vorübergehend in Richtung 1,15 drücken. Im weiteren Jahresverlauf dürfte aber auch die Geldpolitik der EZB in den Fokus der Märkte rücken. Das Ende des Anleiheankaufprogramms und die Aussicht auf steigende Zinsen im Jahr 2019 werden den Euro letztlich wohl wieder stärken.

*US-Notenbank dürfte ihre Politik etwas stärker straffen, als der Markt erwartet*

Die amerikanische Steuerreform spielt sowohl für unseren Konjunkturausblick als auch für die Einschätzung der Fed-Politik eine wichtige Rolle. Da die Steuerreform nicht vollständig gegenfinanziert ist, werden die ohnehin hohen US-Staatsschulden weiter steigen. Theoretisch denkbar wäre deshalb, dass die Finanzmärkte die Schuldenproblematik wieder ins Visier nehmen. Wir halten dies zwar für denkbar, aber nicht für wahrscheinlich. Der Dollar dürfte dadurch wohl nicht unter Druck geraten.

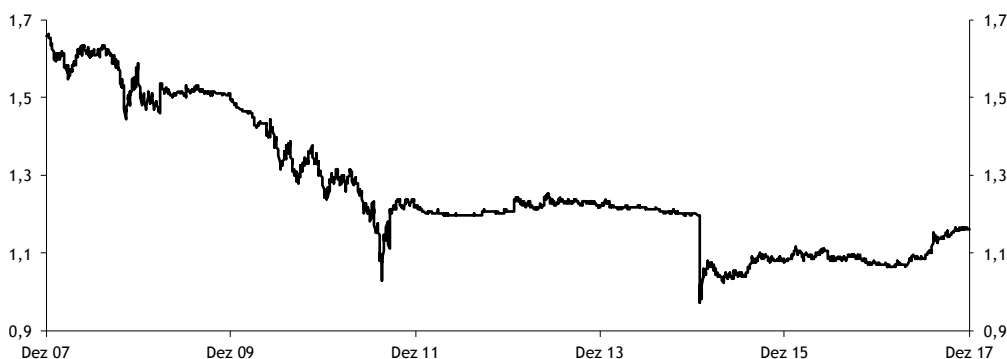
*Schuldenfinanzierte Steuerreform dürfte den Dollar nicht belasten*

## 2. Schweizer Franken: Endlich zurück Richtung Normalität

Der Schweizer Franken stand in der vergangenen Dekade permanent unter Aufwertungsdruck. Aufgrund der vielen Krisen in Finanzwirtschaft und Politik rund um die Welt suchten Investoren die Schweiz immer wieder als sicheren Anlagehafen und trieben den Wert des Franken nach oben. Spiegelbildlich verlor der Euro gegenüber der Schweizer Währung (Abbildung 22). Die Schweizer Nationalbank (SNB) versuchte lange, den Franken zu stabilisieren. Doch als die EZB im Januar 2015 ihr Anleiheankaufprogramm beschloss, musste die SNB den Franken-Kurs freigeben. Der Wechselkurs schoss in die Höhe, der Euro fiel von 1,20 Franken je Euro kurzzeitig sogar deutlich unter die Parität. Mit der unerwartet robusten Konjunktur in der Eurozone stieg der Euro seit dem Sommer 2017 aber deutlich an. Es hat fast drei Jahre gedauert, bis sich der Schweizer Wechselkurs wieder einigermaßen normalisiert hat.

*Überbewerteter Franken kehrt zur Normalität zurück*

Abb. 22: Euro in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg.

Wir erwarten, dass sich der Wechselkurs weiter normalisiert und Ende 2018 wieder bei 1,20 Franken je Euro stehen wird. Auch die SNB sieht den Franken-Kurs auf dem richtigen Weg und bezeichnet das aktuelle Niveau nur noch als „hoch bewertet“. In den

*Schweizer Nationalbank über Kursentwicklung erfreut*

vergangenen Jahren bezeichnete sie den Franken regelmäßig als „überbewertet“. Seitens der SNB dürfte es somit nur noch Eingriffe in den Devisenmarkt geben, wenn der Franken nochmals deutlich stärker wird. In unserem Hauptszenario sehen wir dafür allerdings keine hohe Wahrscheinlichkeit.

### 3. Britisches Pfund: Verliert der Brexit seinen Schrecken?

*Brexit-Unsicherheiten vs. Zinsfantasie*

Die britische Währung wird seit Monaten von zwei Triebkräften in unterschiedliche Richtungen gezogen. Während die halbwegs robuste Konjunktur und die Aussicht auf steigende Zinsen dem Pfund Auftrieb geben, lasten die Ungewissheiten rund um den Brexit auf dem Wechselkurs. Im Ergebnis schwankt das Pfund gegenüber dem Euro seit einigen Monaten seitwärts (Abbildung 23).

**Abb. 23: Euro in britischem Pfund**



Quelle: Bloomberg.

*Pfund würde durch weicherem Brexit nach unten abgesichert*

Für 2018 erwarten wir zwei weitere Zinsschritte von der Bank of England. Auch die Marktzinsen dürften weiter anziehen. Die Inflationsrate ist inzwischen auf über 3 % gestiegen, da das immer noch unterbewertete Pfund die Importpreise verteuert. Die Zentralbank bleibt also unter Zugzwang, die Leitzinsen anzuheben. Das würde den Pfund-Wechselkurs stärken. Zudem wird der Brexit nach dem ersten Verhandlungsdurchbruch im Dezember wohl zumindest einen Teil seines Schreckens verlieren. Sollte es keine größere Überraschung mehr geben, ist ein harter Brexit relativ unwahrscheinlich. Ein größerer Kurssprung des Pfundes ist zwar nicht zu erwarten, aber das Pfund ist nun nach unten besser abgesichert. Wir sehen den Wechselkurs deshalb im Jahr 2018 tendenziell unterhalb der Marke von 0,90 Pfund je Euro.

### 4. Japanischer Yen: Der Yen trotz den Strukturproblemen

*Yen in relativ ruhigem Fahrwasser*

Japan schafft es weiterhin, seine tiefgreifenden Strukturprobleme vor sich her zu schieben. Die seit Jahren äußerst expansive Geld- und Finanzpolitik wird nun zumindest von moderaten Strukturreformen und vor allem einer steigenden Erwerbsquote der Frauen unterstützt. Da die Devisenmärkte ohnehin eher auf die kurzfristige konjunkturelle Entwicklung reagieren und langfristige Strukturprobleme meist ausblenden, befindet sich der Yen in relativ ruhigem Fahrwasser. Die Kursverluste des Yen gegenüber dem Euro im Jahr 2017 (Abbildung 24) waren mehr Euro-Stärke als Yen-Schwäche. Wir erwarten für 2018 nur noch moderate Gewinne für den Euro. Der Yen kann aller-

dings jederzeit Rückenwind bekommen, weil er in Asien als sicherer Anlegehafen gilt. Sollten also wirtschaftliche oder politische Spannungen aufziehen, würde der Yen zumindest kurzzeitig profitieren.

**Abb. 24: Euro in japanischem Yen**



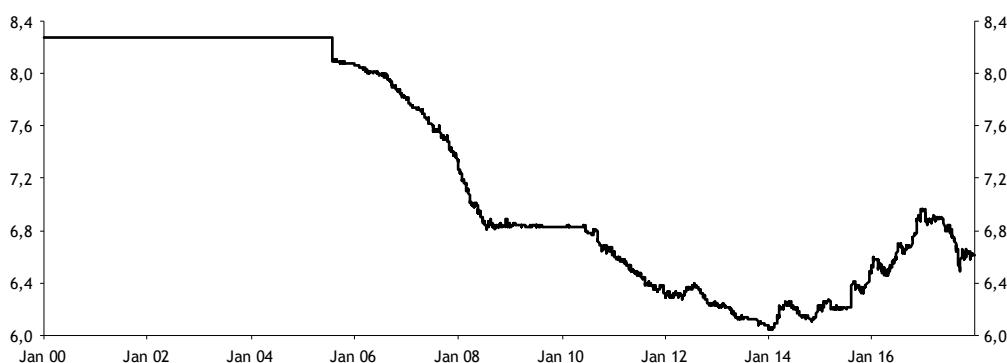
Quelle: Bloomberg.

#### 5. Chinesischer Yuan: Kein starker neuer Trend erkennbar

Vor Jahresfrist war zu befürchten, dass sich der Streit zwischen den USA und China über den schwachen Yuan-Kurs zuspitzt. US-Präsident Trump hatte China der Währungsmanipulation beschuldigt. Nach einem Treffen mit dem chinesischen Präsidenten Xi flaute der Streit aber ab. Angesichts des im Jahresverlauf deutlich gestiegenen Yuan-Kurses (Abbildung 25) war der Trump-Vorwurf ohnehin nicht mehr haltbar.

*Streit um Wechselkurspolitik beigelegt*

**Abb. 25: US-Dollar in chinesischem Yuan**



Quelle: Bloomberg.

Insgesamt ist China weiter in einer guten Position: Die chinesische Konjunktur läuft gut – trotz im Trend rückläufiger Wachstumsraten. Das Abschmelzen der Währungsreserven konnte 2017 gestoppt werden. Mit gut 3 Bio. US-Dollar verfügt China weiterhin über ein sattes Reservepolster. Insgesamt sind wir optimistisch, dass China wirtschaftliche Störungen vorerst weiter managen kann. Der Wechselkurs hat sich nach dem zunächst starken Anstieg in den vergangenen Monaten seitwärts bewegt. Ein neuer klarer Trend ist aktuell nicht erkennbar.

*Währungsreserven stabilisiert*

### III. Aktien: Steigende Gewinne sprechen weiter für Aktien

(Ulrich Urbahn)

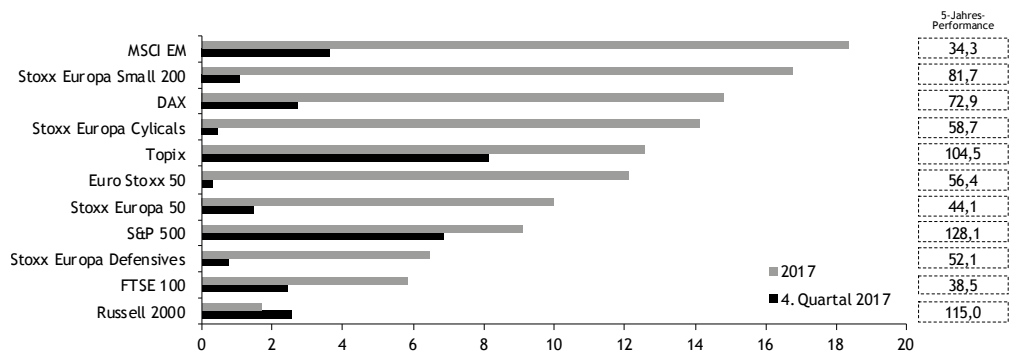
*Aktien weiter attraktiv*

Für 2018 erwarten wir, dass Aktien um etwa 7 bis 10 % steigen, unterstützt durch höhere Unternehmensgewinne und fehlende Anlagealternativen bei nur moderat höheren Zinsen. Profitabilitätsmargen haben ihre historischen Höchststände noch nicht wieder erreicht. Der Höhepunkt der Margen sollte noch vor uns liegen, insbesondere im Euroraum. Allerdings sollten die Bewertungen am Aktienmarkt bei steigenden Zinsen und einer weniger expansiven Geldpolitik nicht mehr allzu viel anziehen.

*2017 war ein guter Aktienjahrgang*

In den USA hat der S&P 500 im Jahr 2017 mit Ausnahme des Aprils jeden Monat neue Allzeithochs erklommen, beflügelt durch einen schwächeren Dollar, steigende Unternehmensgewinne und die Aussicht auf umfangreiche Steuersenkungen durch Präsident Trump. Eine robuste Weltkonjunktur, höhere Ölpreise und niedrige Zinsen haben dabei die Aktienmärkte weltweit unterstützt. Der starke Euro dämpfte hingegen die Renditen der Engagements außerhalb der Eurozone. Am besten schnitten Schwellenlandaktien und europäische Small Caps ab (Abbildung 26). 2017 erzielten Investoren aus der Eurozone mit diesen Anlagen Gewinne von über 15 % (in Euro gerechnet). Zyklische Aktien entwickelten sich zudem deutlich besser als defensive Titel. Analog dazu schlugen deutsche Titel auch ihre europäischen Pendanten.

**Abb. 26: Gewinner des Jahres - Schwellenlandaktien und europäische Small Caps**

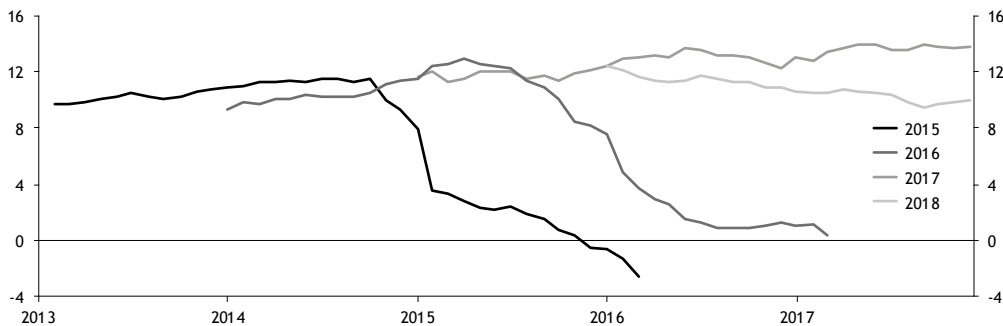


Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in %; wenn nötig, basierend auf in Euro umgerechneten Renditen. Quellen: Bloomberg, Berenberg.

*Unternehmensgewinne dürften 2018 weiter kräftig steigen*

Für das Jahr 2018 erwarten wir ein weiter freundliches Konjunkturmilieu, gepaart mit einer leicht höheren Inflation sowie moderat steigenden Zinsen. Die Profitabilität der Unternehmen dürfte sich verbessern, insbesondere in der Eurozone. Rohstoffpreise, Löhne und Zinsen ziehen bisher nur maßvoll an. Gleichzeitig sprechen die begrenzten Investitionen der Unternehmen aus den letzten Jahren auch nicht dafür, dass höhere Abschreibungen die Profitabilität kurzfristig belasten werden. Bei einer Ausweitung der Profitmargen, kombiniert mit Umsatzwachstum, sehen wir keinen Bedarf, die Gewinn-schätzungen für 2018 nach unten zu revidieren. Fiskalische Stimuli und eine etwas höhere Inflation dürften das nominale Wachstum begünstigen. Daher rechnen wir damit, dass die Unternehmensgewinne 2018 um etwa 10 bis 12 % im Vergleich zum Vorjahr zulegen werden (Abbildung 27).

**Abb. 27: Aktien - Gewinnschätzungen**

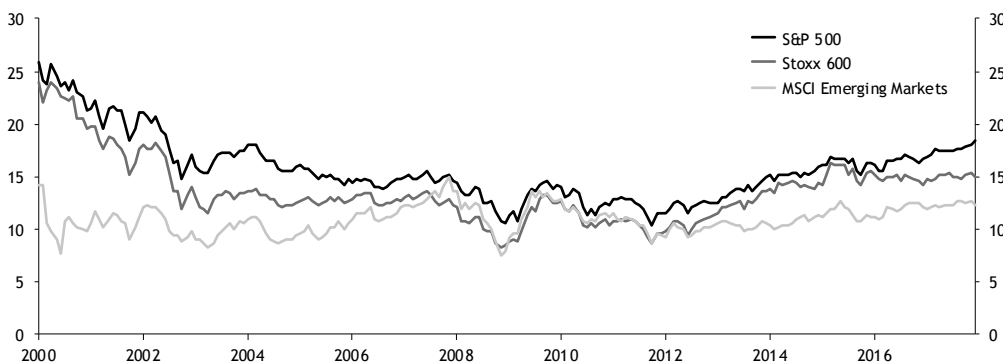


Konsensschätzung für das jährliche Gewinnwachstum der wichtigsten Aktienindizes weltweit in %. Quelle: Factset.

Wir erwarten nicht, dass die bereits ambitioniert erscheinenden Bewertungskennzahlen sich global auf breiter Basis ausweiten werden. So liegen in den USA das Kurs-Gewinn-Verhältnis und das Kurs-Buchwert-Verhältnis in der Nähe historischer Höchststände. Steigende Zinsen, eine straffere US-Geldpolitik sowie das Auslaufen der EZB-Anleiheankäufe dürften wesentlich höhere Bewertungen verhindern.

*Bewertungen sollten sich jedoch nicht ausweiten*

**Abb. 28: USA vs. Schwellenländer - Kurs-Gewinn-Verhältnis**



Quelle: Factset.

Wir prognostizieren, dass die Aktienmärkte inklusive reinvestierter Dividende um 7 bis 10 % im Jahr 2018 zulegen können. Das erste Halbjahr dürfte mehr Renditepotenzial als das zweite bieten. Dafür spricht die tendenziell bessere Saisonalität für Aktien im Frühjahr. Zudem sollte im zweiten Halbjahr die Unterstützung der Zentralbanken nachlassen – mit weiteren Zinsschritten nach oben in den USA und dem nahenden Ausstieg der EZB aus ihren Anleiheankäufen in der Eurozone. Innerhalb Europas bevorzugen wir die Eurozone gegenüber Großbritannien. Die Eurozone sollte von einer größeren wirtschaftlichen Dynamik profitieren und weniger unter der Brexit-Unsicherheit und damit einhergehenden Schwankungen des Pfundkurses leiden. Zudem sollten steigende Zinsen eher den FTSE 100 belasten, der mit über 4 % eine der höchsten Dividendenrenditen weltweit aufweist. Britische Aktien wurden im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre als Alternative zu Anleihen gekauft (Stichwort: „Bond-Proxy“). Diese Jagd nach Rendite sollte nun nachlassen. Außerhalb Europas bevorzugen wir Schwellenländer wegen ihres höheren Wirtschaftswachstums. Wir sind etwas vorsichtiger in Bezug auf US-Aktien, die momentan ambitioniert bewertet sind.

*Weiter steigende Aktienmärkte im Jahr 2018*

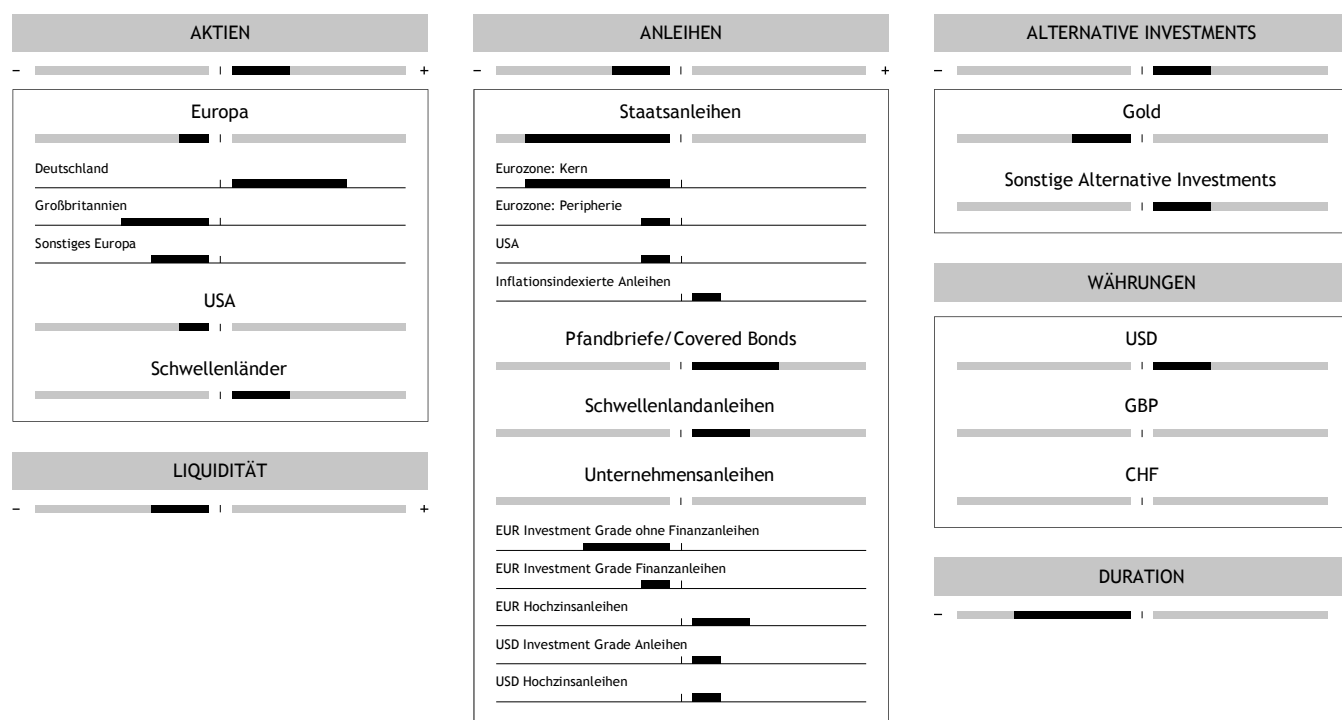
## TEIL 6 STRATEGIE

(Dr. Bernd Meyer)

*Lieber Aktien als Anleihen,  
lieber Alternative  
Investments als Liquidität*

Unsere Portfoliostrategie hat zwei wesentliche Bestandteile: Zum einen bevorzugen wir Aktien klar gegenüber Anleihen. Zum anderen bevorzugen wir Alternative Investments gegenüber Liquidität. Abbildung 29 gibt einen Überblick über unsere Portfoliopositionierung in den verschiedenen Anlageklassen. Sie zeigt, wo wir von der Benchmark abweichen.

Abb. 29: Portfoliopositionierung auf einen Blick



Darstellung der Gewichtsabweichungen von der strategischen Benchmark-Allokation für in Euro denominierte Multi-Asset Strategien. Innerhalb der Anlageklasse summieren sich die Gewichtsabweichungen zu null. Quelle: Berenberg.

*Nicht das Ende, sondern die  
Normalisierung des Zyklus*

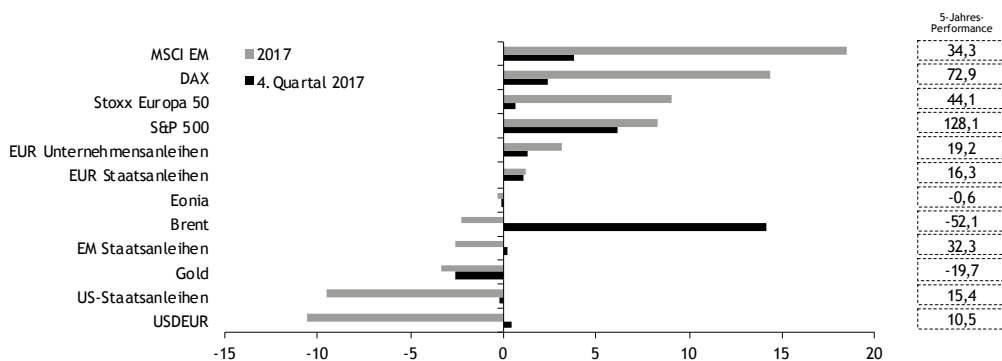
Die Wachstumsdynamik setzt sich 2018 fort und begünstigt risikobehaftete Anlagen. Unsere Investitionsquote bleibt hoch, Liquidität bleibt untergewichtet. Ein Aktien-Bärenmarkt ist unwahrscheinlich; wir behalten ein Übergewicht bei Aktien. Wir halten es dabei für angemessen, die Position nur nach einer Korrektur weiter auszubauen. Wir bevorzugen Anlagen im Euroraum, in Small Caps und Schwellenländern. Durch anhaltend moderate Reflationierung erwarten wir Verluste bei „sicheren“ Staatsanleihen, bevorzugen kurze Laufzeiten, inflationsindexierte Anleihen und Anleihen aus Schwellenländern, der Euro-Peripherie und von Unternehmen.



Die starke Wachstumsdynamik der letzten Monate dürfte sich im Jahr 2018 zunächst fortsetzen, unter anderem unterstützt durch den Stimulus der Steuerreform in den USA. Auch wenn die positiven Überraschungen und die Wachstumsdynamik im Jahresverlauf wohl nachlassen werden, sollten wir am Ende 2018 nicht unmittelbar vor dem Ende dieses Wachstumszyklus stehen. Für eine Korrektur sehen wir keinen unmittelbaren Auslöser, auch wenn wir diese nicht ausschließen können. Risiken gibt es etliche. Strategisch gibt es damit aus unserer Sicht weiterhin keine Alternative zur Aktienanlage, selbst wenn unsere Erwartung von 7 bis 10 % Gesamrendite für die Märkte der entwickelten Welt im nächsten Jahr begrenzt ist. Regional sehen wir mehr Potenzial im Euroraum und in den Schwellenländern als in den USA und Großbritannien. US-Staatsanleihen und Bundesanleihen dürfte es kaum gelingen, überhaupt eine positive Gesamrendite zu erzielen. Bei Anleihen bevorzugen wir Schwellenland- und Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Unsere Renditeerwartungen für Alternative Investments liegen zwischen 1 und 3 % und für Liquidität zwischen etwa -0,5 und 0 %.

*Moderat optimistisch*

2017 wurden die Anleger von zwei Entwicklungen überrascht: dem starken Wachstum in der Eurozone und dem schwachen Start von US-Präsident Trump. So stieg der Euro-Wechselkurs entgegen der Erwartung stark an, insbesondere nach dem pro-europäischen Ergebnis der französischen Wahl. Zudem ebte die mit dem Trump-Sieg ausgelöste Hoffnung auf mehr Stimulus zunächst wieder ab. Da auch die Inflation nicht wie erwartet anstieg, fielen Inflationserwartungen und Anleihenrenditen im Laufe des Jahres 2017 zunächst. Deflationsängste gewannen aber nicht die Oberhand. Mit zunehmender Wachstumsdynamik und der Diskussion um die amerikanische Steuerreform zogen die Inflationserwartungen dann wieder an. Zyklische Aktien entwickelten sich besser als defensive und schlugen diese im Gesamtjahr. Da verwundert es nicht, dass die Gewinnerliste 2017 von Aktien aus den Schwellenländern und der Eurozone – insbesondere Small Caps, also Aktien mit geringer Marktkapitalisierung – angeführt wird (Abbildung 30). Unternehmensanleihen schlugen dank höherem Kupon und fallenden Risikoaufschlägen klar Staatsanleihen, die im Euroraum zumindest noch von fallenden Risikoaufschlägen der Peripherie profitierten.

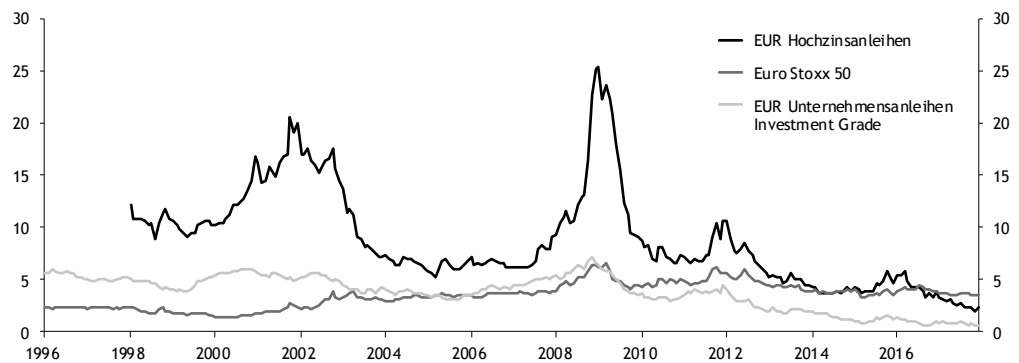
*Rückblick 2017:  
Europa besser, Trump  
schwächer als erwartet***Abb. 30: Rendite in verschiedenen Assetklassen - Gewinner des Jahres**

Gesamtrendite im Jahr 2017, im vierten Quartal 2017 und vom 12.12.2012 bis 12.12.2017 in %; wenn nötig, basierend auf in Euro umgerechneten Renditen. Quellen: Bloomberg, Berenberg.

*Ausblick 2018:  
solides Wachstum,  
moderate Reflationierung  
und Auslaufen der  
Vermögenspreisinflation*

Die Anleihemärkte scheinen diese Wachstumsdynamik gänzlich zu ignorieren (Abbildung 31). Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sicherer Häfen sind 2017 im Durchschnitt nicht gestiegen. Die Anleihenkäufe der Zentralbanken nehmen jedoch ab. Die Bilanzen der Zentralbanken wachsen zwar auch 2018 weiter, aber weniger als das nominale Brutto sozialprodukt: Die quantitative Lockerung nach der großen Finanzkrise wird also zu quantitativer Drosselung. Zusammen mit solidem Wachstum, anziehenden Inflationserwartungen und Zinserhöhungen durch die Zentralbanken in den USA und Großbritannien sollten die Anleiherenditen 2018 steigen – Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen beispielsweise Richtung 3 %. Damit dürfte die Renditejagd in den kommenden Jahren abebben und die Vermögenspreisinflation der letzten Jahre mit dem Ende der quantitativen Lockerung auslaufen. Die an den Kapitalmärkten zu erzielenden Gewinne werden über alle Anlageklassen hinweg begrenzter sein.

**Abb. 31: Euro Stoxx 50 und in Euro denominierte Unternehmens- und Hochzinsanleihen**

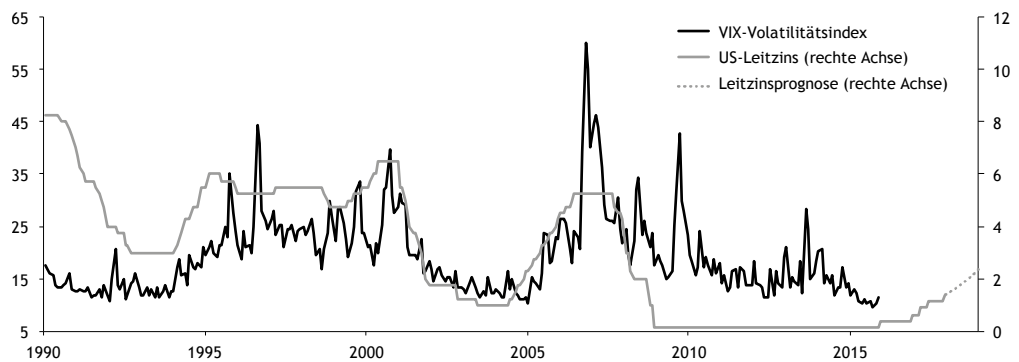


Dividendenrendite (Euro Stoxx 50) beziehungsweise Rendite (Unternehmens- und Hochzinsanleihen) in %. Quellen: Bloomberg, Factset.

*Aktien-Bärenmarkt?  
Nein!  
Korrekturen?  
Wahrscheinlich!*

Die Aktienmärkte dürften ihren Aufwärtstrend fortsetzen. Solides Gewinnwachstum sollte zu steigenden Dividenden führen und Aktienrückkäufe sowie Unternehmensübernahmen anregen. Die Stimmung der Anleger hat von Pessimismus auf Optimismus gewechselt. Euphorie herrscht jedoch nicht – eine gute Voraussetzung. Auch wenn sich die Bewertungen am Aktienmarkt kaum noch ausweiten sollten, dürfte weiterhin kein Weg an Aktien vorbeiführen.

**Abb. 32: VIX-Volatilitätsindex und US-Leitzins**



VIX-Index in Punkten, 24 Monate verzögert; Leitzins in %. Quellen: Bloomberg, Berenberg.



Gemessen am VIX-Volatilitätsindex deuten die moderaten Zinsschritte durch die Fed für sich genommen nicht auf stärkere Schwankungen am Aktienmarkt im nächsten Jahr (Abbildung 32). Wir halten es allerdings für angemessen, Aktien trotzdem nur moderat überzugewichten. Auch wenn ein Bärenmarkt unwahrscheinlich ist, steigen die Risiken von Korrekturen. Mögliche Auslöser gibt es viele: ein unerwartet starkes Anziehen der Inflation, Wachstumsenttäuschungen in China, ein harter Brexit, geopolitische Konflikte oder politische Unsicherheit in den USA, zum Beispiel in Form von Nachverhandlungen über das Nordamerikanische Freihandelsabkommen zwischen Kanada, Mexiko und den USA, das NAFTA. Zudem hat die Renditejagd Anleger in weniger liquide Anlageklassen wie Hochzinsanleihen getrieben. Sollten sie sich aus diesen zurückziehen wollen, ist mit deutlich höheren Risikoaufschlägen zu rechnen. Auch hat die lange Phase geringer Schwankungen an den Märkten, insbesondere bei modellbasierten Investitionsstrategien, zu einer erhöhten Risikoneigung geführt. Damit drohen bei Korrekturen stärkere Verwerfungen, auch wenn das fundamentale Umfeld eigentlich dagegenspricht.

*Moderates Übergewicht bei Aktien*

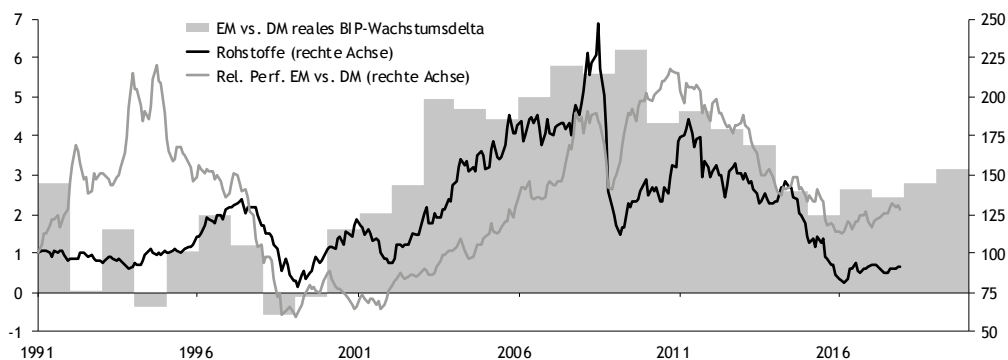
Starke Unternehmensgewinne und sich verbessernde Ratings bedeuten, dass das Umfeld geringer Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen im ersten Halbjahr 2018 bestehen bleiben sollte. Wir bevorzugen Unternehmensanleihen weiter gegenüber Staatsanleihen. Allerdings ergeben sich aus der Neigung von Unternehmen, Aktien zurückzukaufen, genauso wie aus schuldenfinanzierten Übernahmen und Investitionen einige Risiken für die Zeit nach dem Ende des Anleiheankaufprogramms der EZB.

*Risikantere Anleihen bevorzugt*

Wir sehen weiter hohes Potenzial in Schwellenländern, sowohl für Aktien als auch Anleihen (Abbildung 33). Auch wenn diese schon 2017 gut gelaufen sind, sollten sie von solidem globalem Wachstum, einem zunehmenden Vorteil der Schwellenländer, leicht steigenden Rohstoffpreisen und der zunehmenden Investitionstätigkeit der westlichen Welt profitieren. Ein langsames Wachstum in China könnte die Stimmung für Schwellenlandanlagen aber belasten, ebenso wie unerwartet stark steigende Anleiherenditen in den USA oder ein anziehender US-Dollar.

*Weiteres Potenzial bei Schwellenlandanlagen*

**Abb. 33: Schwellen- und Industrieländer - BIP-Wachstum vs. Aktienrendite vs. Rohstoffe**



BIP-Differenz: BIP-Wachstumsraten der Schwellenländer (EM) minus BIP-Wachstum der Industrieländer (DM) in %. Rohstoffe: Auf 100 skalierte Wertentwicklung des Bloomberg Commodity Total Return Index. Relative Performance EM vs. DM: Verhältnis der Wertentwicklung des MSCI Emerging Markets zum MSCI World indiziert auf 100. Quellen: Bloomberg, Berenberg.

## I. Kapitalmarktprognosen

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2018
USA	10 Jahre	2,35	3,00
Europa*	10 Jahre	0,30	1,10
Großbritannien	10 Jahre	1,15	1,80
<b>Währungen</b>			
USA	EUR/USD	1,17	1,20
Europa	EUR/CHF	1,16	1,20
Großbritannien	EUR/GBP	0,88	0,87
<b>Aktien</b>			
USA	S&P 500	2 676	2 800
Europa	DAX	13 104	14 200
	EURO STOXX 50	3 561	3 850
	FTSE 100	7 491	7 800

\* Bundesanleihen. Quellen: Bloomberg, Berenberg.