



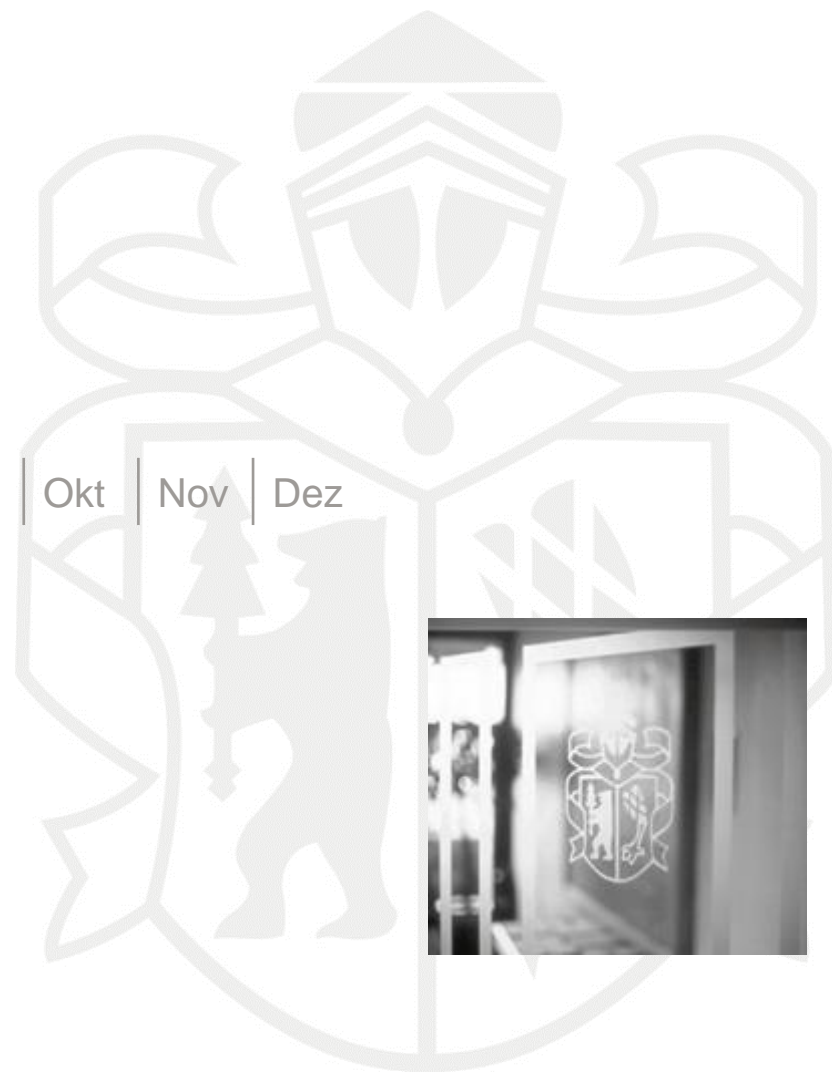
BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Makroausblick 2018

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

Volkswirtschaft, 13.04.2018





Wochenrückblick und Ausblick

Protektionismus: Die Sorge vor einem voll ausgewachsenen Handelskrieg setzt sich fort. Wir sehen drei Kanäle, durch die sich ein Handelskrieg negativ auf die Weltwirtschaft und damit auf die Märkte auswirken könnte: (1) Weniger Handel kann zu geringerem BIP-Wachstum führen, (2) weniger Handel kann für höhere Preise, also Inflation sorgen, und (3) weniger Handel kann – vor allem in grenzüberschreitenden Wertschöpfungsketten – zu höheren Abschreibungen von Auslandsinvestitionen auf Unternehmensebene führen. Doch wir sehen insbesondere die scharfe Rhetorik als Gefahr für die Weltkonjunktur – aktuell sind es vor allem die drohenden Worte aus den USA und China, die die Märkte in Atem halten. Konkret dürfte sich das hauptsächlich in gedämpften Vertrauensindikatoren auswirken. Die Verhandlungsführung des US-Präsidenten ist ungewöhnlich und widerspricht den üblichen politischen Gepflogenheiten. Doch in der Sache zeigt sich schon, dass es immer wieder Konzessionen gibt: Die zuerst eingeführten Zölle auf Aluminium und Stahl wurden deutlich modifiziert. Es könnte sein, dass sich die aktuelle Protektionismusdebatte am Ende sogar stimulierend für den internationalen Handel auswirken kann, z.B. indem die VR China dazu angereizt wird, ihre Politik beim Thema geistiges Eigentum zu überdenken.

Konjunktur Eurozone: Bislang sind wir davon ausgegangen, dass die Konjunktur der Eurozone so stark ist, dass die Sorge vor einem Handelskrieg abgefedert werden kann und haben den Rücksetzer bei den Stimmungsindikatoren als normale Korrektur nach den hohen Niveaus von Ende 2017 eingestuft. Nachdem sich die Rhetorik zuletzt aber verschärft hat, erwarten wir nunmehr, dass die entstandene Unsicherheit doch etwas stärker auf das Wirtschaftsvertrauen, vor allem in den exportorientierten Ländern, durchschlagen wird. Deshalb und auch mit Blick auf die erneut rückläufige Industrieproduktion (Februar: –0,8 % gegenüber dem Vormonat) revidieren wir unsere BIP-Prognose für die Eurozone für 2018 von 2,5 % auf 2,3 % nach unten. Für 2019 erwarten wir dann 2,2 % (revidiert von 2,1 %).



Makroökonomischer Blick auf die Welt

EUROZONE



Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2018 vor dem Hintergrund der US-Handelspolitik von 2,5 % auf 2,3 % revidiert.

Damit bleibt das Wachstum in der Eurozone aber weiter dynamisch, nicht zuletzt dank der Reformen in den einstigen Krisenländern. Da einige Teile der Eurozone heute flexibler sind als früher und Frankreich sich reformiert, kann die gute Konjunktur noch für einige Jahre anhalten, ohne an Kapazitätsgrenzen zu stoßen.

USA



Die amerikanische Wirtschaft wird 2018 von der guten Weltkonjunktur und von der Steuerreform profitieren, die für Unternehmen und Privatpersonen die Steuerlast spürbar senken wird. Wir erwarten, dass sich die Konjunktur ab dem zweiten Quartal belebt. Die Handelspolitik von Präsident Trump bleibt ein Abwärtsrisiko.

Das Jahr 2017 ist mit einem BIP-Wachstum von 2,3 % zu Ende gegangen. Für 2018 erwarten wir aufgrund der Steuerreform eine Beschleunigung auf 3,0 %.

CHINA



Robustes Wachstum, geringe Inflation, eine Sparquote von 40 % des BIP und Währungsreserven von mehr als 3 Bio. US-Dollar: Wir erwarten weiterhin keine harte Landung. Hohe Schulden im Privatsektor und bei den Staatsunternehmen sowie zunehmende Machtkonzentration in den Händen des Präsidenten sind längerfristige Risiken.

Wir erwarten für 2018 ein Wachstum von 6,4 % und für 2019 einen moderaten Rückgang auf 6,1 %. China leistet damit weiter einen wichtigen Beitrag zur Weltkonjunktur.

OSTEUROPA



Russlands Wirtschaft wächst wieder – langsam, aber stetig. Wir rechnen mit 1,9 % BIP-Wachstum für 2018. Der Syrien-Konflikt stellt wieder ein höheres Abwärtsrisiko dar.

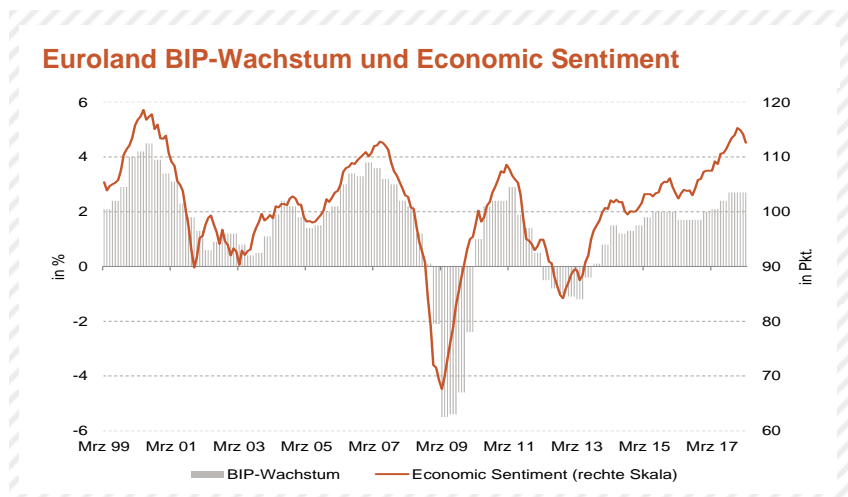
In der **Türkei** macht das chronische Zwillingsdefizit in Haushalt (2,7 % des BIP) und Leistungsbilanz (5 % des BIP) die Konjunktur verwundbar. Moody's hat die Kreditwürdigkeit der Türkei kürzlich wegen der „gestiegenen Gefahr eines externen Schocks“ weiter herabgestuft.

Ein dynamischer Aufschwung

- Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2008 vor dem Hintergrund der US-Handelspolitik von 2,5 % auf 2,3 % revidiert.
- Auch dank der Reformen in den einstigen Krisenländern bleibt das Wachstum in der Eurozone dynamisch – pro Kopf wächst die Eurozone seit zwei Jahren sogar stärker als die USA. Da einige Teile der Eurozone heute flexibler sind als früher und Frankreich sich reformiert, kann die gute Konjunktur noch für mehrere Jahre anhalten, ohne an Kapazitätsgrenzen zu stoßen.

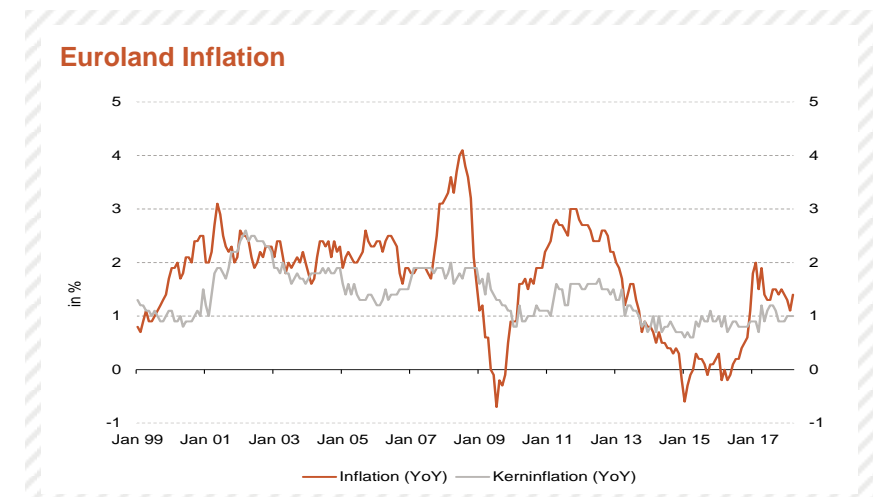
Preisanstieg bleibt gedämpft

- Die Inflation in der Eurozone bewegte sich über das Jahr 2017 mit den Energiepreisen und lag im Jahresdurchschnitt bei 1,5 %. Auch für 2018 erwarten wir eine ähnliche Größenordnung (1,4 %).
- Im März ist die Inflationsrate erstmals seit drei Monaten wieder gestiegen (1,4 % nach 1,1 %) Haupttreiber waren Nahrungsmittelpreise und Dienstleistungen (Oster-Effekt). Die Kernrate der Inflation verharrt aber weiter bei 1,0 %. Echter Handlungsdruck für die EZB besteht daher unverändert nicht.



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission.

Zeitraum: 31.03.1999 – 30.03.2018



Quelle: Eurostat.

Zeitraum: 31.01.1999 – 30.03.2018

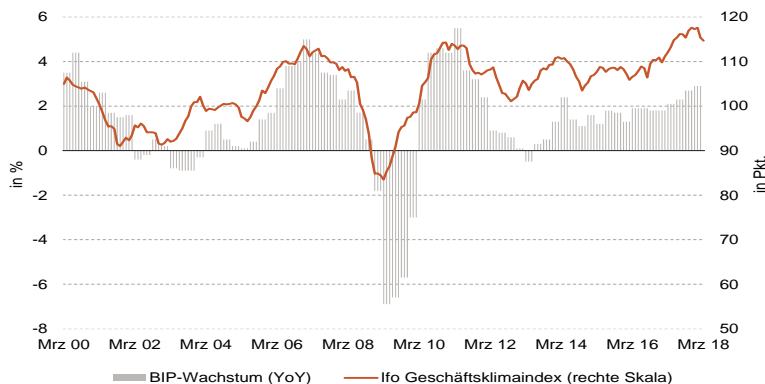
Die Konjunktur bleibt stark

- Die deutsche Wirtschaft ist dank der robusten Binnennachfrage und wegen des lebhaften Welthandels mit sehr viel Schwung in das neue Jahr gestartet.
- Der drohende Protektionismus hinterlässt nun aber auch seine Spuren: das Ifo-Geschäftsklima hat im März zum zweiten Mal in Folge nachgegeben. Gleichwohl bewegt sich die Wirtschaftsstimmung dessen ungeachtet weiter auf sehr hohem Niveau. Wir erwarten für 2018 nun ein BIP-Wachstum um 2,4 %. 2019 könnte Deutschland dann um 2,1 % wachsen.

Inflation wieder etwas höher

- Die Inflationsrate ist im März durch den preistreibenden Effekt des frühen Osterfests erstmals seit drei Monaten wieder leicht gestiegen (1,6 % nach 1,4 %). Aufgrund der sehr starken Konjunktur fällt die Preissteigerung in Deutschland damit etwas höher aus als im Schnitt der Eurozone.
- Im Jahresdurchschnitt erwarten wir für 2018 inzwischen nur noch eine Inflationsrate von 1,6 % nach 1,7 % im letzten Jahr. 2019 dürfte der Preisdruck dann allmählich in Richtung 2 % zunehmen.

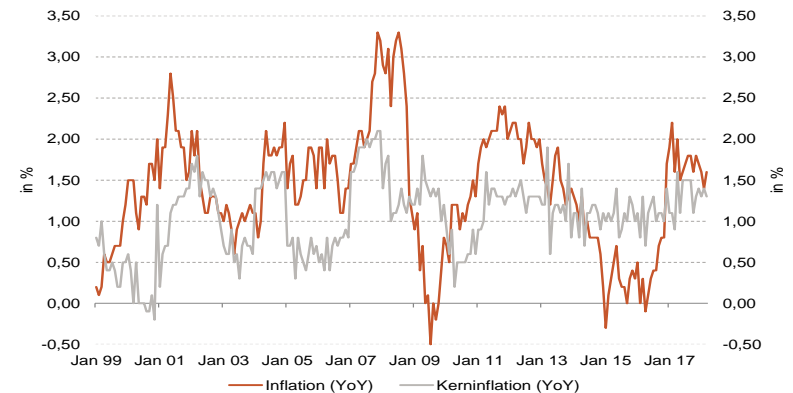
Deutsches BIP und Ifo Geschäftsklima



Quellen: Destatis, Ifo Institut.

Zeitraum: 31.03.2000 – 31.03.2018

Deutschland Inflation (YoY)



Quellen: Destatis, Eurostat.

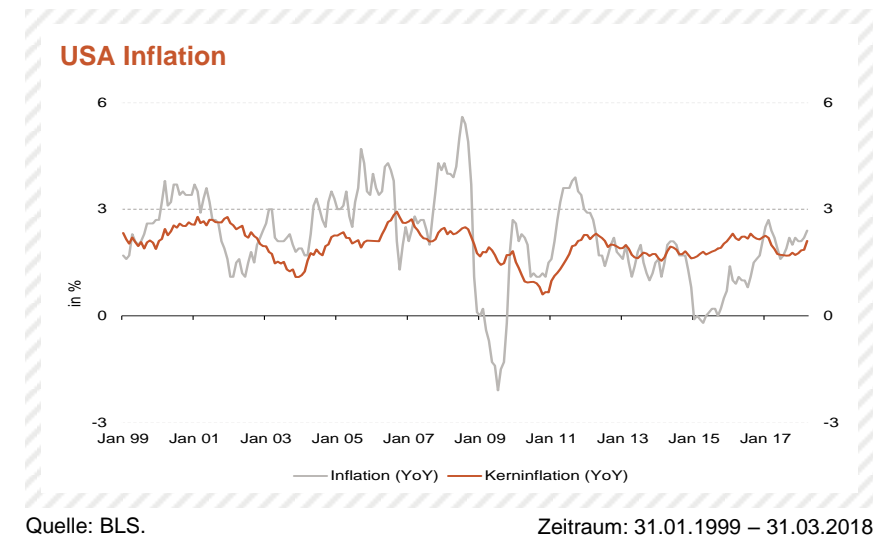
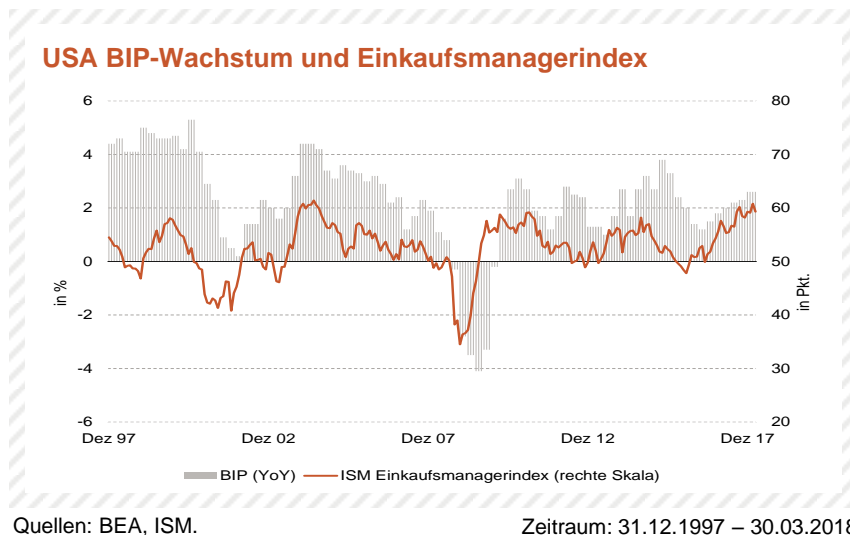
Zeitraum: 31.01.1999 – 30.03.2018

Protektionismus

- Präsident Trumps Strafzölle auf Aluminium- und Stahlimporte wurden bereits wieder abgemildert. Doch die Angst vor einem Handelskrieg bleibt. Wichtiger als die handelspolitischen Maßnahmen sind aber – zumindest kurzfristig – die negativen Vertrauenseffekte.
- Für 2018 erwarten wir aufgrund der Steuerreform ein BIP-Wachstum auf 3,0 %. Aus konjunkturellen Gründen wäre der Fiskalstimulus allerdings unnötig. Die Gefahr der Überhitzung besteht.

Inflation im Blickpunkt

- Die Inflation ist im März weiter auf 2,4 % nach 2,2 % im Vormonat und die Kernrate auf 2,1 % nach 1,8 % gestiegen. Da die heimische Nachfrage in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich schneller wachsen wird als die Kapazitäten, werden die Preise weiter steigen.
- Wir erwarten, dass die Inflation nach 2,1 % im Jahresdurchschnitt 2017 in diesem Jahr auf 2,6 % anziehen wird. Die Fed wird ihre Leitzinsen daher noch drei Mal um jeweils 25 Basispunkte anheben.



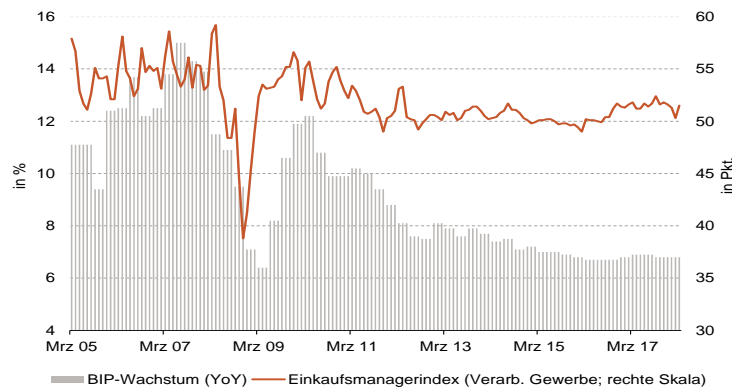
Keine Harte Landung...

- Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe ist im März weiter gefallen, aber der vorlaufende Indikator liegt weiter über der 50-Punkte-Schwelle, die Expansion anzeigt.
- Der heimische Verbrauch zieht an und der Staat greift wenn nötig mit Ausgabenprogrammen ein. Vor allem Infrastrukturinvestitionen sind beliebt in Peking.
- Die Inflation fällt von 2,9 % im Februar auf 2,1 % im März. Damit hat sich die Inflationsrate wieder weiter vom Notenbankziel von 3 % entfernt.

... aber steigende Risiken

- Die staatliche Übernahme des Versicherers Anbang im Februar zeigt: Chinas Schuldenproblem ist real und risikoreich. Aber Peking greift hier genauso beherzt ein, wie auch anderswo in der Wirtschaft.
- Sorgen macht uns die zunehmende Machtkonzentration in den Händen von Präsident Xi: Nach einer Verfassungsänderung kann er solange regieren, wie er will.
- Dieses Jahr erwarten wir ein BIP-Wachstum von etwa 6,4 % und rund 6,1 % für 2019 – in beiden Fällen also weniger Wachstum als noch letztes Jahr (6,8 %).

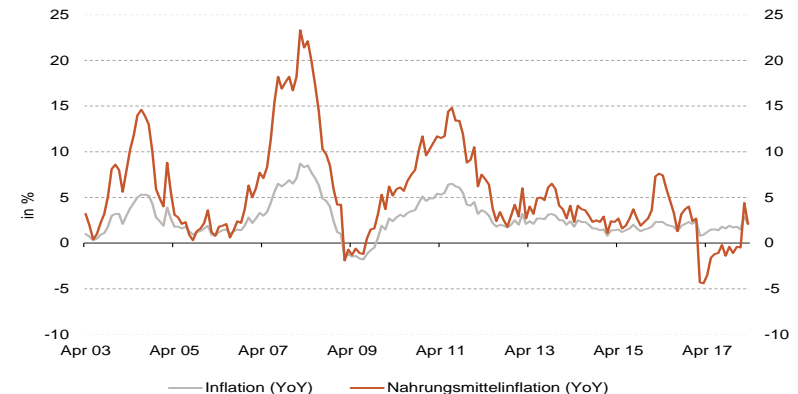
China BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Quellen: NBS, CFLB.

Zeitraum: 31.03.2005 – 30.03.2018

China Inflation (YoY)



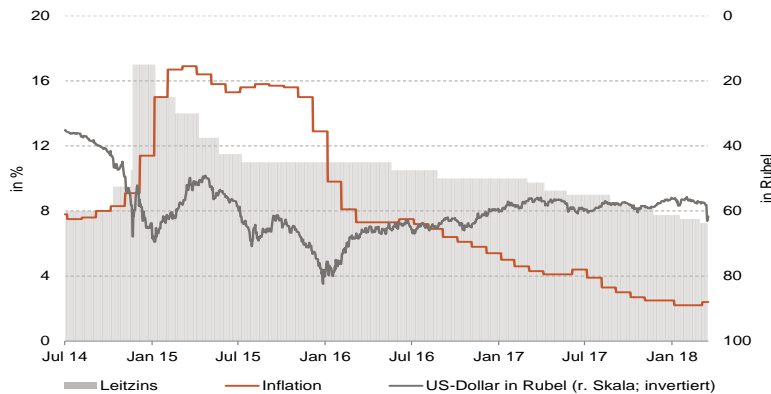
Quelle: NBS.

Zeitraum: 30.04.2003 - 31.03.2018

Russland

- Für 2018 zeichnet sich ein Wachstum von etwa 1,9 % ab. Unterstützend wirkt der höhere Ölpreis. Dieser stieg zuletzt rapide dank eines kriegerischen Tweets des US-Präsidenten bezüglich Syrien. Das heißt aber auch, dass ein direkter militärischer Konflikt mit US-Truppen in Syrien wahrscheinlicher geworden ist.
- Anhaltend niedrige Inflationsraten (März: 2,4 %) geben der Notenbank Spielraum, den sie in den letzten Monaten genutzt hat: Aktuell liegt der Leitzins bei 7,25 %. Bis zum Sommer dürfte es weitere Zinssenkungen geben.

Russland Leitzins, Inflation, Wechselkurs



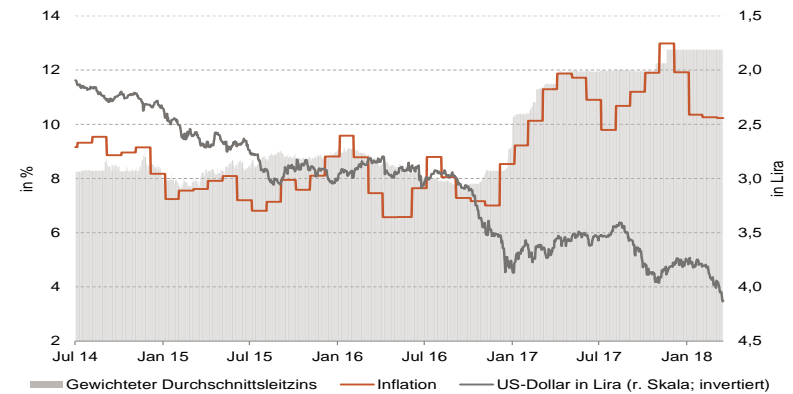
Quellen: GKS, CBR, Bloomberg.

Zeitraum: 26.07.2014 – 12.04.2018

Türkei

- Die türkischen BIP-Wachstumsraten des letzten Jahres (7,4 %) zeigen zwar, dass die Wirtschaft robuster als erwartet ist, aber sie sind mit Vorsicht zu genießen. Vor allem der Staat treibt das Wachstum, die Inflation ist zweistellig.
- Das chronische Zwillingdefizit in Haushalt (2,7 % des BIP) und Leistungsbilanz (5 % des BIP) macht die Konjunktur verwundbar. Moody's hat die Kreditwürdigkeit der Türkei wegen der „gestiegenen Gefahr eines externen Schocks“ weiter herabgestuft.

Türkei Leitzins, Inflation, Wechselkurs



Quellen: TURKSTAT, TCMB, Bloomberg.

Zeitraum: 26.07.2014 – 12.04.2018

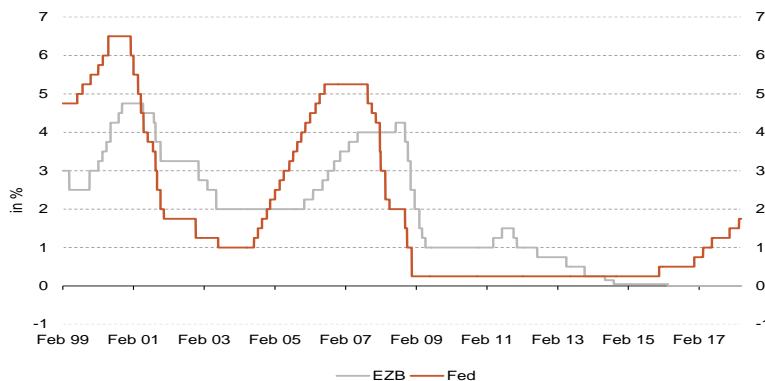
Divergierende Geldpolitik

- Die Fed hat den Zins im März um 25 Punkte erhöht. Für 2018 erwarten wir drei weitere Zinserhöhungen um jeweils 25 BP. Zudem wird sie ihre Bilanz weiter kürzen.
- Die EZB wartet mit Leitzinserhöhungen vorerst noch ab. Wir erwarten beim Refinanzierungssatz den ersten Zinsschritt auf 0,25 % im Juni 2019, gefolgt von einem weiteren Schritt im Winter. Der monatliche Ankauf von Vermögenswerten wird wohl ab Oktober erneut halbiert werden – auf dann 15 Mrd. Euro – und Ende 2018 ganz auslaufen.

Zinsen legen Pause ein

- In den USA schüren die wachstumsstimulierende Steuerreform und der zunehmende Lohndruck Ängste, dass die Inflation stärker steigen und die Fed stärker straffen könnte. Folge: die Renditen waren zu Jahresbeginn spürbar gestiegen, wurden zuletzt aber durch die geopolitischen Risiken wieder gebremst. In der Eurozone sprechen die guten Konjunkturdaten und das allmähliche Auslaufen der geldpolitischen Sonderprogramme (QE) für einen moderaten Zinsanstieg. Die anhaltend gedämpfte Euro-Inflation deckelt den Renditeanstieg allerdings.

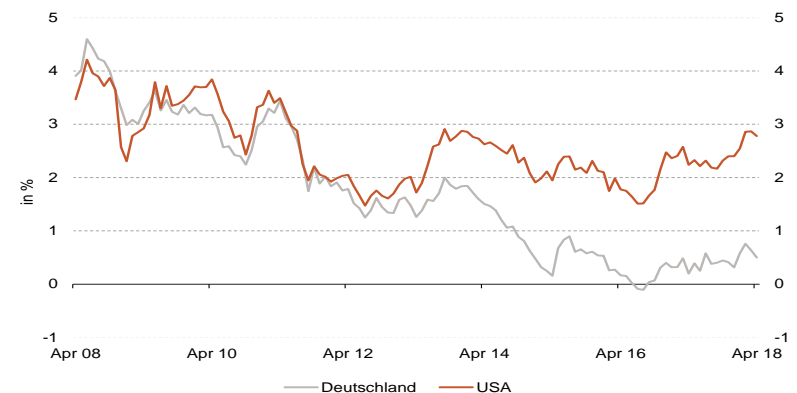
Leitzinsen



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 01.02.1999 – 12.04.2018

Renditevergleich 10-jähriger Staatsanleihen

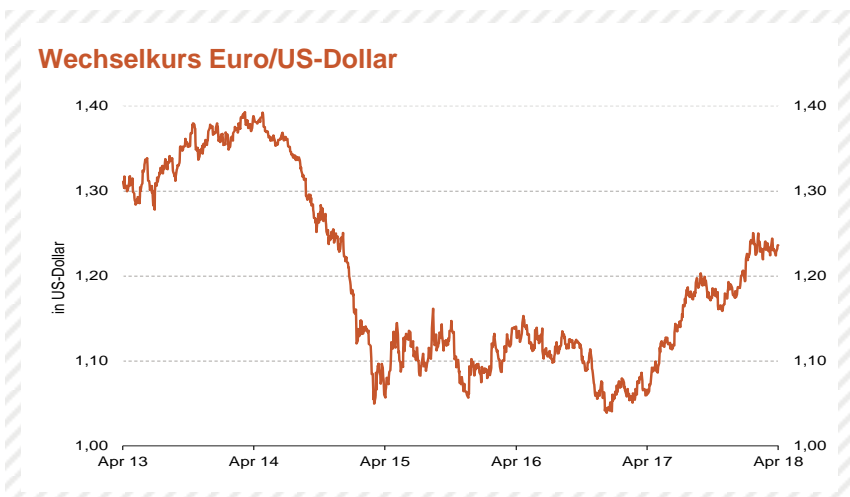


Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 12.04.2008 – 12.04.2018

EUR/USD: Devisenmarkt vergleichsweise ruhig

- Der Fokus lag zuletzt auf der US-Handelspolitik. Obwohl der Eurokurs im Wochenvergleich rund einen Cent zulegen konnte, sieht der Devisenmarkt die mediale Aufregung um einen möglichen Handels- und Währungskrieg aber immer noch relativ gelassen: EUR/USD schwankt um die Marke von 1,23.
- Der Schweizer Franken hat gegenüber dem Euro seit Ende Februar mehr als drei Cent nachgegeben. Die Entspannung um Nordkorea macht den als sicheren Hafen geltenden Franken weniger attraktiv.

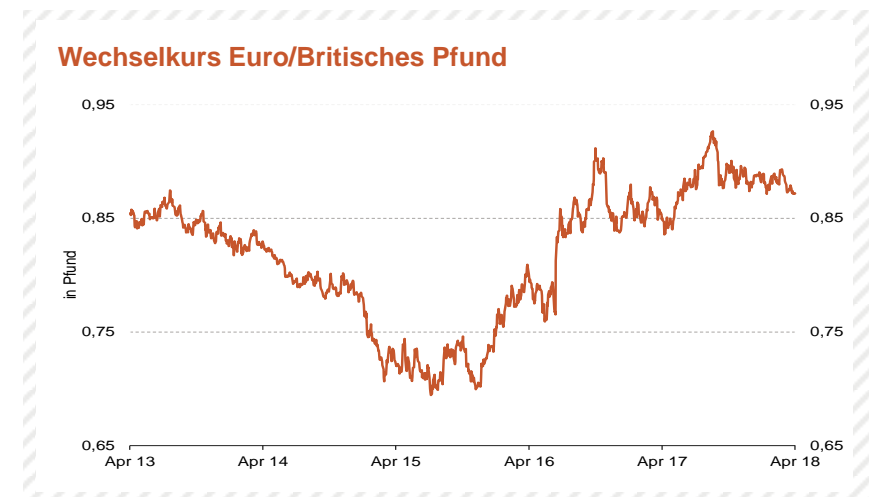


Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 12.04.2013 – 12.04.2018

Pfund legt zu

- Die britische Währung notiert innerhalb der von uns erwarteten Bandbreite unter der Marke von 0,90 Pfund je Euro. Die Brexit-Unsicherheiten haben durch die Einigung auf eine Übergangsfrist etwas nachgelassen und dem Pfund Rückenwind gegeben.
- Nachdem die Bank of England Anfang November den Leitzins um 0,25 % angehoben hatte (erstmal seit zehn Jahren), hat sie ihn auf der März-Sitzung nicht angetastet. Es zeichnet sich aber je ein Schritt nach oben für die Sitzungen im Mai und November ab.



Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 12.04.2013 – 12.04.2018



Kapitalmarktprognosen

			AKTUELL	PROGNOSE	
			12.04.2018	31.12.2018	30.06.2019
Aktienmärkte	USA	S&P 500	2.664	2.850	2.850
		DAX	12.415	13.700	14.200
	Europa	EURO STOXX 50	3.444	3.650	3.700
		MSCI Großbritannien	2.102	2.250	2.250
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	1,50-1,75	2,25-2,50	2,75-3,00
		10 Jahre	2,84	3,00	3,10
	Euroland	Hauptrefin.-Satz	0,00	0,00	0,25
		10 Jahre*	0,52	1,10	1,25
	Großbritannien	Bank Rate	0,50	1,00	1,25
		10 Jahre	1,46	1,80	1,90
Währungen	USA	EUR/USD	1,23	1,26	1,27
	Schweiz	EUR/CHF	1,19	1,20	1,21
	Großbritannien	EUR/GBP	0,87	0,87	0,86
	Japan	EUR/JPY	132	139	139

*Bundesanleihen.



Wirtschaftliches Umfeld

	Anteil	BIP				Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
WELT*	100,0	2,4	2,9	3,0	2,9												
USA	24,7	1,5	2,3	3,0	2,7	1,3	2,1	2,6	2,5	4,9	4,4	4,0	3,8	-3,2	-3,6	-4,1	-4,5
China	14,9	6,7	6,8	6,4	6,1	2,0	1,6	2,3	2,2	4,0	4,0	4,1	4,1	-3,7	-4,0	-4,0	-4,1
Japan	6,5	0,9	1,7	1,5	1,0	-0,1	0,5	1,1	1,2	3,1	2,8	2,6	2,6	-4,2	-4,2	-4,0	-4,0
Indien	3,0	7,9	6,4	7,5	7,9	4,9	3,1	4,0	4,8					-5,0	-4,0	-3,6	-3,3
Lateinamerika	6,6	-1,1	1,8	2,4	2,7	11,7	3,3	5,5	7,5					-6,9	-6,8	-5,8	-5,1
EUROPA	25,4	1,7	2,5	2,3	2,2												
Eurozone	15,8	1,8	2,5	2,3	2,2	0,2	1,5	1,4	1,7	10,0	9,1	8,3	7,7	-1,5	-1,2	-1,0	-0,8
Deutschland	4,6	1,9	2,5	2,4	2,1	0,4	1,7	1,6	1,8	4,2	3,8	3,6	3,5	0,8	1,2	1,0	0,8
Frankreich	3,3	1,1	2,0	2,2	2,3	0,3	1,2	1,4	1,6	10,3	9,4	8,7	7,9	-3,4	-2,6	-2,7	-2,6
Italien	2,5	0,9	1,6	1,5	1,5	-0,1	1,3	1,1	1,5	11,7	11,3	10,7	10,1	-2,5	-1,9	-2,1	-2,4
Spanien	1,6	3,3	3,0	2,8	2,7	-0,3	2,0	1,6	1,9	19,6	17,2	15,5	14,3	-4,5	-3,3	-2,9	-2,4
Portugal	0,3	1,6	2,7	2,5	2,3	0,6	1,6	1,1	1,7	11,2	9,0	7,6	7,0	-2,0	-1,3	-1,1	-1,0
ANDERES WESTEUROPA																	
Großbritannien	3,5	1,9	1,8	1,7	1,8	0,6	2,7	2,6	2,3	4,9	4,4	4,3	4,3	-3,0	-2,7	-2,1	-1,7
Schweiz	0,9	1,4	1,1	1,9	1,8	-0,4	0,5	0,7	1,0	3,3	3,2	3,1	3,0	-0,3	-0,2	0,4	0,2
Schweden	0,7	3,0	2,7	2,8	2,5	1,0	1,8	1,9	2,0	7,0	6,7	6,4	6,1	-0,6	-0,4	0,5	0,4
OSTEUROPA																	
Russland	1,7	-0,2	1,5	1,9	1,9	7,1	3,7	3,7	4,0	5,5	5,2	5,2	5,1	-3,9	-1,7	-1,3	-1,5
Türkei	1,1	2,9	7,4	3,8	3,4	7,8	11,1	9,8	9,0	10,9	10,9	10,9	11,0	-1,1	-2,4	-2,7	-2,9

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

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

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



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

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

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

© Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

Stand 13.04.2018