



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2019

IM BANN POLITISCHER RISIKEN

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2019

IM BANN POLITISCHER RISIKEN

Autoren:

Dr. Florian Hense, Telefon +44 20 3207-7859, florian.hense@berenberg.com

Dr. Bernd Meyer, Telefon +49 69 91 30 90-500, bernd.meyer@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau, Telefon +49 40 350 60-113, joern.quitzau@berenberg.de

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 20 3207-7889, holger.schmieding@berenberg.com

Ulrich Urbahn, Telefon +49 69 91 30 90-501, ulrich.urbahn@berenberg.de

Abgeschlossen am 2. Januar 2019

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 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: Januar 2019.



INHALT

Teil 1	Ausblick in Kürze: Im Bann politischer Risiken	1
Teil 2	Wirtschaftliche Chancen, politische Risiken	2
	I. Ein verhaltener Ausblick für 2019	2
	II. Rückblick 2018: Eine Serie von Schocks	2
	III. Wirtschaftsprognosen im Überblick	4
	IV. Eine lange Liste von Risiken	7
	V. Märkte: Unruhige Zeiten mit möglicher Wende zum Besseren	9
Teil 3	Im Fokus: Wege aus der Brexit-Falle	11
Teil 4	Ausgewählte Regionen	13
	I. USA: Konjunktur überschreitet Höhepunkt	13
	II. Westeuropa	15
	1. Eurozone: Auf grauen Winter könnte hellerer Frühling folgen	15
	2. Großbritannien: Quo vadis? Brexit verunsichert die Insel	20
	3. Schweiz: Im Schlepptau der Weltkonjunktur	21
	III. Japan: Gebremste Konjunktur in solidem Umfeld	23
	IV. China: Im Zentrum des Handelskonflikts	24
Teil 5	Kapitalmarktstrategie	25
	1. Wesentliche Herausforderungen jenseits des Konjunkturzyklus	27
Teil 6	Märkte	29
	I. Aktien: Aktien sollten 2019 in schwierigem Umfeld steigen	29
	II. Anleihen: Zinsen weiter auf niedrigem Niveau	31
	1. Geldpolitik	31
	2. Zinsen: Konjunkturdelle und „Flucht in Sicherheit“ verhindern die Zinswende	34
	III. Währungen: Im Bann der (politischen) Störfälle	35
Teil 7	Kapitalmarktprognosen	39



TEIL 1

AUSBLICK IN KÜRZE: IM BANN POLITISCHER RISIKEN

Nach einem unerwartet schwierigen Jahr 2018 bleibt der Ausblick auf 2019 verhalten. Erneut stehen den wirtschaftlichen Chancen ausgeprägte politische Risiken gegenüber.

Ein verhaltener Ausblick auf 2019

Wirtschaftlich gesehen gibt es in der westlichen Welt keinen Grund für eine Stagnation oder sogar eine Rezession. Allerdings haben politische Schocks die Konjunktur in weiten Teilen Europas und Asiens aus dem Tritt gebracht. In den USA hat dagegen 2018 ein Fiskalstimulus die Kosten der von Trump angezettelten Handelskriege überdeckt.

Wirtschaftliche Chancen – politische Risiken

Ob Konjunktur und Märkte wieder etwas an die Dynamik des Jahres 2017 anknüpfen können, hängt vor allem davon ab, ob es den USA, China und Europa gelingt, die politischen Risiken einzugrenzen. Insgesamt stehen die Chancen dafür nicht schlecht. Mit dem Auslaufen dieser US-Sonderkonjunktur läge es nahe, dass Trump 2019 seine Handelskriege eindämmen und neue Handelsverträge abschließen möchte, um die USA vor dem Wahljahr 2020 vor größeren Schäden zu bewahren.

Was macht Trump?

Ein harter Brexit wäre teuer. Das Risiko sehen wir aber nur bei 20 %. Italiens radikale Regierung hat im Haushaltsstreit etwas nachgegeben. In Frankreich dürfte Macron trotz einiger Proteste wichtige Teile seiner Reformen fortsetzen können. Nach einem grauen Winter kann sich der Ausblick für Europas Konjunktur im Frühjahr wieder aufhellen.

Risiken in Europa

Nach einem kleinen Ölchock im Herbst 2018 entlastet der aktuelle Rückgang der Ölpreise auf ein normales Niveau die Verbraucher. Dies kann dem Konsum in Europa und anderen ölimportierenden Ländern 2019 etwas mehr Schwung verleihen.

Der kleine Ölchock ist vorbei

China schiebt einen Berg an Problemen vor sich her. Allerdings kann es dank seiner hohen Sparquote und seiner niedrigen Inflation seine Konjunktur notfalls künstlich stimulieren. Trotz erheblicher Risiken dürfte China eine weiche Landung gelingen. Die Türkei und einige andere Schwellenländer werden bald den Tiefpunkt ihrer Anpassungskrisen erreichen. Die Ausfuhren in diese Länder dürften dann nicht weiter sinken.

Weiche Landung in China trotz ernster Probleme

Für 2019 zeichnet sich außerhalb des Energiesektors ein etwas lebhafterer Anstieg der Verbraucherpreise ab. Eine überraschend hohe Inflation, die Notenbanken dazu zwingen könnte, die Konjunktur bewusst abzuwürgen, ist jedoch bisher nicht in Sicht.

Kein übermäßiger Inflationsdruck

Nach einem weiteren Zinsschritt im Frühjahr 2019 wird die US-Fed eine längere Pause einlegen. Die schrumpfende Fed-Bilanz könnte allerdings Märkte gelegentlich in Unruhe versetzen. Die EZB wird ihren Leitzins erst Anfang 2020 anheben. Dagegen könnte die Bank of England ihre Zinspolitik 2019 straffen, sofern es keinen harten Brexit gibt.

Fed legt ab Frühjahr eine Zinspause ein

Sofern die großen politischen Risiken nicht eintreten, dürften die Aktienkurse 2019 nach den herben Rückschlägen des Vorjahres wieder etwas zulegen können, unterstützt durch steigende Gewinne, günstigere Bewertungen und fehlende Anlagealternativen.

Neues Potenzial für Aktien nach den Rückschlägen 2018

TEIL 2 WIRTSCHAFTLICHE CHANCEN, POLITISCHE RISIKEN

(Dr. Holger Schmieding)

I. Ein verhaltener Ausblick für 2019

Im Bann politischer Risiken

Nach einem unerwartet schwierigen Jahr 2018 bleibt der Ausblick auf 2019 verhalten. Erneut stehen den wirtschaftlichen Chancen ausgeprägte politische Risiken gegenüber. Ob Konjunktur und Finanzmärkte wieder etwas an die Dynamik des Jahres 2017 anknüpfen können, hängt vor allem davon ab, ob es den USA, China und Europa gelingt, die politischen Risiken einzugrenzen. Insgesamt stehen die Chancen dafür nicht so schlecht, wie es die Marktturbulenzen der letzten beiden Monate nahelegen könnten. Allerdings werden Europa und Asien wohl noch einen grauen Winter durchleben müssen, bevor der Ausblick sich im Frühling wieder etwas aufhellen kann. Sollte jedoch US-Präsident Donald Trump den Handelsstreit mit China erneut verschärfen und auch die EU mit einem echten Handelskrieg überziehen, könnte der westlichen Welt im Extremfall sogar eine politisch bedingte Rezession drohen. Für wahrscheinlich halten wir dies derzeit nicht. Ausschließen können wir es leider auch nicht.

Wirtschaftlich gesehen gibt es keinen Grund für eine Rezession

Wirtschaftlich gesehen gibt es nirgendwo in der westlichen Welt einen Grund für eine Stagnation oder sogar eine Rezession. Abgesehen von Problemen in Teilen des Marktes für US-Unternehmensanleihen finden wir bisher keine Lohn-, Kredit- oder Investitionsexzesse, die so ausgeprägt sind, dass sie durch eine Rezession bereinigt werden müssten. Gerade weil sich die Konjunktur in den zehn Jahren nach der großen Finanzkrise bisher noch nicht überhitzt hat, kann der Aufschwung noch einige Jahre dauern, wie üblich im Wechsel von stärkeren und schwächeren Phasen. Einige Schwellenländer, in denen sich Korrekturbedarf aufgestaut hatte, sind 2018 unter dem Druck höherer Dollarzinsen in eine Anpassungskrise gerutscht. Viele von ihnen dürften bald die Talsohle durchschreiten und im weiteren Verlauf des Jahres 2019 zu neuem Wachstum finden können. Auch dies kann die Weltwirtschaft 2019 stützen.

II. Rückblick 2018: Eine Serie von Schocks

Schocks bringen die Konjunktur aus dem Tritt

Im abgelaufenen Jahr hat eine Serie von politischen Krisen und externen Schocks die Konjunktur in Teilen der westlichen Welt aus dem Tritt gebracht. Vor allem die von den USA geschürten Handelsspannungen lasten auf der Stimmung der Unternehmen. Dazu kam der Einbruch der Ausfuhren in einige Schwellenländer wie die Türkei, die sich zu sehr in Auslandswährung verschuldet hatten. Gleichzeitig haben die bis in den November hinein hohen Preise für Heizöl und Kraftstoffe die Kaufkraft vieler Verbraucher so geschmälert, dass sie ihre Ausgaben für andere Güter und Dienstleistungen einschränken mussten. Seit Oktober trüben zudem die Brexit-Wirren sowie die Reformrolle rückwärts der radikalen Regierung in Rom das Geschäftsklima in Europa. In Frankreich kommen seit November zudem die Proteste der Gelbwesten dazu.



Insgesamt hat sich das Wachstum in der Eurozone und Japan im Laufe des Jahres 2018 erheblich abgeschwächt. Wie ein Blick auf Tabelle 1 zeigt, mussten wir im Laufe des vergangenen Jahres unsere Wachstumsprognosen für das besonders ausfuhrabhängige Deutschland sowie für die Eurozone insgesamt ebenso wie für Japan erheblich zurücknehmen. Auch Großbritannien hat 2018 schlechter abgeschnitten als erwartet.

Herbe Schläge für ausfuhrabhängige Länder

Die US-Konjunktur hat dagegen unsere Erwartungen nicht enttäuscht. In den USA überdecken die umfangreichen Steuergeschenke von Anfang 2018 sowie die bis zum November höheren Einnahmen für Ölproduzenten derzeit noch die Kosten der Handelskriege und anderer Schocks. Mit dem Fiskalstimulus hatten sich die USA 2018 vom Rest der Welt abgekoppelt. Bis zum Oktober hatte sich dies auch am US-Aktienmarkt und am Außenwert des US-Dollars gezeigt.

In den USA überdecken Steuergeschenke die Schäden der Handelspolitik

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

	Prognose für 2018		Prognose für 2019	
	Dez. 2017	Aktuell	Dez. 2017	Aktuell
Welt	3,0	2,9	2,9	2,6
USA	2,9	2,9	2,7	2,5
Japan	1,5	0,8	1,0	0,9
China	6,2	6,6	5,8	6,1
Indien	7,5	7,5	7,9	7,5
Lateinamerika	2,3	2,0	2,7	2,5
Europa	2,3	1,9	2,2	1,4
Eurozone	2,4	1,8	2,1	1,2
Deutschland	2,4	1,5	2,0	1,2
Frankreich	2,1	1,5	2,2	1,2
Italien	1,5	0,9	1,5	0,5
Spanien	2,9	2,5	2,7	2,0
Anderes Westeuropa				
Großbritannien	1,8	1,4	1,9	1,8
Schweiz	1,9	2,6	1,8	1,6
Schweden	2,8	2,3	2,5	1,6
Osteuropa				
Russland	1,9	1,7	1,9	1,5
Türkei	3,2	3,8	3,1	1,0

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Der Boom hat begonnen; Jahresausblick 2018“, Berenberg, 18. Dezember 2017.

Nahezu jedes Jahr kommen am Finanzmarkt Sorgen auf, China könne nach einem kreditgetriebenen Höhenflug eine Bruchlandung erleben. Bisher haben sich diese Sorgen immer als übertrieben herausgestellt. 2018 hat sich Chinas Wachstum sogar weniger abgeschwächt, als wir es vor einem Jahr erwartet hatten. Allerdings sind am chinesischen Konjunkturhorizont einige dunkle Wolken aufgezogen, zu denen auch der Handelsstreit mit den USA zählt. Dies strahlt auch auf wichtige Handelspartner Chinas aus.

Neue Sorgen um China

Noch kein Ende der
Wachstumsschwäche
in Europa und Japan

III. Wirtschaftsprognosen im Überblick

Für die kommenden Monate ist noch kein Ende der aktuellen Konjunkturtrends abzusehen. Während die USA nur langsam an Dynamik verlieren und weiterhin etwas gedämpfte Daten aus China kommen könnten, hält die Wachstumsschwäche in Europa und Japan vorerst an. Hier müssen wir uns stattdessen auf weitere schlechte Nachrichten einstellen. Wir erwarten jedoch, dass dem grauen Winter ein hellerer Frühling folgen kann, sofern die politischen Risiken 2019 etwas nachlassen und die Fed ihre Geldpolitik nicht übermäßig strafft. Der kleine Anstieg der ZEW-Erwartungen für die Eurozone im Dezember zeigt, dass die Chancen dafür nicht schlecht stehen.

USA: Die Sonderkonjunktur läuft langsam aus

Fiskalstimulus flaut ab

Trotz gelegentlicher Stillhalteabkommen mit der EU und China stiften die USA derzeit mit aggressiven Drohungen in Handelsfragen viel Unruhe in der Welt. Allerdings zeichnet sich in den USA ab, dass mit dem Auslaufen des Fiskalstimulus die US-Sonderkonjunktur in der ersten Hälfte des neuen Jahres enden und das Land zu normaleren Wachstumsraten von knapp 2,5 % zurückkehren wird.

Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Welt	100,0	2,9	2,6	2,7									
USA	24,3	2,9	2,5	2,3	2,4	2,2	2,4	3,9	3,6	3,5	-4,1	-4,5	-4,5
Japan	6,1	0,8	0,9	1,0	1,0	1,2	1,4	2,4	2,3	2,3	-3,8	-3,4	-2,8
China	15,0	6,6	6,1	5,9	2,1	2,2	2,1	3,8	3,8	3,8	-4,1	-4,1	-5,0
Indien	3,3	7,5	7,5	7,4	4,0	4,8	4,5				-3,6	-3,3	-3,0
Lateinamerika	6,9	2,0	2,5	2,9	5,5	7,5	7,0				-5,8	-5,0	-4,8
Europa	25,4	1,9	1,4	1,8									
Eurozone	15,8	1,8	1,2	1,7	1,7	1,4	1,6	8,3	8,1	7,8	-0,5	-1,0	-0,9
Deutschland	4,6	1,5	1,2	1,7	1,9	1,5	1,8	3,4	3,3	3,0	1,8	1,2	0,8
Frankreich	3,2	1,5	1,2	1,8	2,1	1,6	1,9	9,0	8,3	7,6	-2,7	-3,3	-2,5
Italien	2,4	0,9	0,5	1,1	1,3	1,1	1,4	10,6	10,5	10,3	-2,1	-2,9	-2,9
Spanien	1,6	2,5	2,0	2,2	1,8	1,5	1,8	15,3	14,1	13,1	-2,8	-2,6	-2,3
Anderes Westeuropa													
Großbritannien	3,3	1,4	1,8	1,8	2,5	2,2	2,2	4,1	4,0	3,9	-1,6	-1,6	-1,2
Schweiz	0,8	2,6	1,6	1,9	0,9	0,7	0,9	2,6	2,3	2,1	1,0	0,7	0,7
Schweden	0,7	2,3	1,6	2,2	1,9	2,0	2,1	6,2	6,0	5,7	1,0	1,0	1,0
Osteuropa													
Russland	1,9	1,7	1,5	1,7	2,9	3,8	4,0	4,9	5,0	5,0	1,3	0,7	0,3
Türkei	1,1	3,8	1,0	2,5	16,0	17,0	10,0	10,9	11,1	10,9	-3,0	-2,9	-2,9

Staatshaushalt in % des BIP. Alle anderen Werte: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen.
Quelle: Berenberg.

Politisch kann die langsam abnehmende Dynamik in den USA eine große Bedeutung entfalten. Denn sobald die Binnennachfrage in den USA nicht mehr künstlich durch die Fiskalpolitik angeheizt wird, werden auch in den USA die Schäden der Handelskriege für Unternehmen und Wähler immer sichtbarer werden. Der Anreiz für US-Präsident Donald Trump, „Deals“ mit China und der EU abzuschließen statt mit einer weiteren Eskalation den US-Aufschwung und damit die Chancen der eigenen Wiederwahl im Jahr 2020 zu gefährden, dürfte damit immer größer werden.

Schäden der Handelspolitik werden auch in den USA sichtbar

Für unsere Konjunktur- und Marktprognosen gehen wir davon aus, dass zumindest einige der wesentlichen Streitfragen bis zum Frühjahr geklärt sind. Ansonsten könnte der Welt eine nachhaltige und ausgeprägte Konjunkturschwäche drohen. Zunächst dürfte in den ersten Monaten des Jahres aber noch so mancher Lärm auf uns zukommen. Zur Verhandlungstaktik von Trump könnte es durchaus gehören, die laufenden Gespräche zwischen den USA und der EU über Handelsfragen noch einmal lautstark mit der Drohung eines 25 %-Strafzolls auf Automobileinfuhren zu belasten.

Eurozone: Erst kommt der graue Winter

Im Laufe des Jahres 2018 hat sich eine ungewöhnliche transatlantische Kluft aufgetan. Während sich die Stimmung in Europa eingetrübt hat, hat in den USA fast schon Euphorie um sich gegriffen, wie Abbildung 1 zeigt. Neben dem bereits genannten Fiskalstimulus haben auch die bis November hohen Ölpreise dazu beigetragen. Denn als mittlerweile größtem Ölproduzenten der Welt stehen den Einbußen für Verbraucher in den USA – anders als in Europa – hohe Zusatzgewinne für die ölfördernde Industrie gegenüber, deren Investitionen zudem die Gesamtnachfrage beleben. Der aktuelle Rückgang der Rohölpreise auf ein normales Niveau entlastet dagegen die Verbraucher. Dies kann dem Konsum in Europa und anderen ölimportierenden Ländern im Laufe des Jahres 2019 wieder etwas mehr Schwung verleihen.

Eine ungewöhnliche Kluft zwischen den USA und Europa

Abb. 1: Die transatlantische Kluft



Einkaufsmanagerindizes für die USA und die Eurozone in Punkten. Quellen: ISM, Markit/CIPS.

*Noch keine Wende
zum Besseren*

Bisher zeichnet sich in den üblichen Frühindikatoren der Konjunktur der Eurozone noch keine Wende zum Besseren ab. Die Geschäftserwartungen und Ausfuhraufträge sind Ende 2018 weiter rückläufig. Zudem dämpfen die externen und politischen Schocks mittlerweile auch die Binnennachfrage, da verunsicherte Unternehmen und Haushalte sich mit Ausgaben zurückhalten. Deshalb dürfte die Konjunktur im Winter noch einmal enttäuschen. Mit einer Prognose von 1,2 % Wachstum für die Eurozone im Jahr 2019 liegen wir deutlich unter dem Bloomberg-Konsens von 1,5 %. Für unsere Prognose sehen wir mehr Abwärts- als Aufwärtsrisiken.

*Fundamental sieht es nicht
schlecht aus*

Fundamental sieht es für die Eurozone dennoch nicht schlecht aus. Die zunehmende Beschäftigung und ein leichtes Anziehen der Lohnzuwächse stützen die verfügbaren Einkommen der Verbraucher. Spanien, Portugal, Irland und ansatzweise auch Griechenland ernten die Früchte der Strukturreformen der vergangenen Jahre. In Frankreich hat Macron bereits viel erreicht und auch gerade deshalb die jüngsten Proteste hervorgerufen. Sofern die großen politischen Risiken etwas abflauen, kann dem grauen Winter in der Eurozone wieder ein hellerer Frühling folgen.

Ein Berg an Problemen

China: Notfalls kommt ein neuer Stimulus

China schiebt einen Berg an Problemen vor sich her. Dazu gehören private und öffentliche Schulden, die insgesamt etwa 260 % der jährlichen Wirtschaftsleistung erreichen. Auch Überkapazitäten in Teilen der Industrie und die Schäden des Handelskrieges mit den USA belasten das Land. Die Konjunktur hat sich Ende 2018 spürbar abgekühlt und das Geschäftsklima hat sich eingetrübt. Aber mit seiner hohen Sparquote von über 40 % der privaten Einkommen und einer komfortablen außenwirtschaftlichen Position kann China es sich leisten, seine Probleme ohne übermäßigen Zeitdruck anzugehen.

*Bisher reicht der vorsichtige
Stimulus nicht aus*

2018 hat China bereits versucht, mit geringeren Mindestreservesätzen für Banken und anderen eher vorsichtigen Schritten seine Konjunktur zu stabilisieren. Für 2019 hat Beijing einige Steuersenkungen in Aussicht gestellt. Bisher hat die Wirtschaft darauf allerdings kaum reagiert. Angesichts hoher Schulden würde Beijing offenbar gerne weitere schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme vermeiden. Sollte die Konjunktur aber spürbar einzuknicken drohen, würde China wohl schlicht die Kreditschleusen wieder etwas öffnen, um einem Anstieg der Arbeitslosigkeit und den daraus folgenden politischen Problemen vorzubeugen. Chinas Inflation liegt weiterhin bei etwa 2 %. Dies kann Beijing im Bedarfsfall die Entscheidung für einen Stimulus erleichtern. Insgesamt erwarten wir, dass China 2019 trotz erheblicher Risiken und einem schwachen Start ins Jahr 2019 eine weiche Landung gelingt.

Kurz vor dem Tiefpunkt

Schwellenländer: Anpassungskrisen dauern nicht ewig

Nach dem aktuellen Einbruch werden die Türkei und einige andere Schwellenländer wohl im Winter den Tiefpunkt ihrer Anpassungskrisen erreichen. Ab dann dürften die europäischen Ausfuhren in diese Länder nicht weiter sinken. Damit entfielen ein weiterer Faktor, der heute die europäische Konjunktur belastet. Auch für Brasilien und Argentinien erwarten wir ein Ende der Anpassungskrise. In Mexiko hat der als linkslastig geltende neue Präsident mit seinem ersten vorsichtigen Haushaltsentwurf für 2019 die Hoffnung genährt, dass er der Wirtschaft nur begrenzten Schaden zufügen wird.



Inflationsdruck nimmt nur langsam zu

Die Inflations Sorgen, die Anfang 2018 aufkamen, haben sich als übertrieben herausgestellt. Da in den USA und Europa der Lohndruck nur langsam steigt, sind die Kernraten der Inflation entweder sehr niedrig mit rund 1 % in der Eurozone oder im Einklang mit einer angestrebten Rate von etwa 2 % in den USA. Für 2019 zeichnet sich außerhalb des Energiesektors zwar ein etwas lebhafterer Anstieg der Verbraucherpreise ab. Eine überraschend hohe Inflation, die Notenbanken dazu zwingen könnte, die Konjunktur bewusst abzuwürgen, ist jedoch bisher nicht in Sicht. Allerdings müssen wir beobachten, ob die US-Zentralbank beim Abschmelzen ihrer Bilanz nicht übertreibt und so den Märkten und der Wirtschaft zu viel Liquidität entzieht. Ein Fehler der Fed könnte einen Vertrauensschock auslösen und zwischenzeitlich auch die Konjunktur gefährden. Zum Glück könnte die Fed einen solchen Fehler notfalls schnell korrigieren.

Übertriebene Inflations Sorgen

IV. Eine lange Liste von Risiken

Risiko 1: Was macht Trump?

Seit mehr als zwei Jahren hält Donald Trump die Welt in Atem. Nachdem er im November 2016 die Wahl zum US-Präsidenten mit oftmals bedenklichen Sprüchen gewonnen hatte, ließ er in seinem ersten Amtsjahr 2017 den Worten zumindest in der Außenwirtschaft nur wenige Taten folgen. Die Erleichterung darüber hat 2017 zur unerwartet guten Konjunktur in Europa beigetragen. Den USA haben der Abbau von Regulierungen und die Steuerreform von Ende 2017 im Jahr 2018 sogar eine Sonderkonjunktur beschert.

Trump hält die Welt in Atem

Dagegen hat Trump 2018 begonnen, viele seiner gegen das Ausland gerichteten Wahlkampfdrohungen in die Tat umzusetzen. Wie bereits oben diskutiert hat dies der Konjunktur in Europa und Asien einen schweren Schlag versetzt. Somit hängt der Ausblick für 2019 entscheidend davon ab, ob Trump im Vorfeld des Wahljahres 2020 lieber Abkommen schließen als die Spannungen immer weiter anheizen möchte. Neben der Außenhandelspolitik kann auch die klassische US-Außenpolitik einige unangenehme Überraschungen bereithalten. Aber da dies letztlich auch der US-Wirtschaft schaden würde, erwarten wir, dass Trump nach dem Auslaufen der kreditfinanzierten US-Sonderkonjunktur letztlich einen weniger konfrontativen und damit auch für die USA weniger kostspieligen Kurs einschlagen wird.

Will Trump seine Wiederwahlchancen durch Handelskriege belasten?

Risiko 2: Endet der Brexit im Chaos?

Inmitten erheblicher politischer Turbulenzen in London bleibt der Ausgang des britischen Scheidungsbegehrens ungewiss. Allerdings gibt es Hinweise, dass eine überparteiliche Mehrheit im britischen Parlament einen harten Brexit verhindern will. Ein Brexit ohne Anschlussabkommen über die künftigen Wirtschaftsbeziehungen mit der EU könnte Großbritannien in eine Rezession und die EU für einige Quartale in eine Stagnation stürzen. Das Risiko eines solchen Unfalls beträgt unseres Erachtens etwa 20 %. Jede andere Lösung würde die Lage entspannen. Die Chance, dass die Briten den Brexit doch noch absagen und nach einem neuen Referendum in der EU bleiben, dürfte dagegen 25 % betragen. Auf den Seiten 10–11 gehen wir näher auf die Brexit-Risiken ein.

Glimpfliches Ende nach erheblichen Turbulenzen wahrscheinlich

*Durch den Lärm schadet sich
Rom vor allem selbst*

Risiko 3: Mäßigt sich Italiens radikale Regierung?

In Italien hat die radikale Regierung Ende 2018 den Haushaltsstreit mit der Europäischen Union entschärft. Angesichts der Gefahr einer durch höhere Risikoaufschläge ausgelösten Kreditklemme will Italien jetzt das Staatsdefizit 2019 auf 2,04 % der Wirtschaftsleistung begrenzen. Im Gegenzug verzichtet Brüssel vorerst auf ein Strafverfahren gegen Rom. Damit vermindert sich das Risiko, dass Italien bereits 2019 in eine Schuldenkrise abgleiten und die gesamte Eurozone in Mitleidenschaft ziehen könnte.

*Roms Reformrolle rückwärts
kann ein Rezept für eine
Schuldenkrise sein*

Aus drei Gründen ist damit das italienische Problem aber längst nicht gelöst. Erstens beruht der Haushaltsentwurf auf viel zu optimistischen Annahmen für die Konjunktur. Statt der von Rom erwarteten 1,0 % für 2019 rechnen wir nur mit einem Magerwachstum von höchstens 0,5 %. Zweitens bleibt völlig unklar, wie Italien in den Jahren danach sein Defizit abbauen will. Drittens hat Rom begonnen, wachstumsfördernde Reformen der Vorgängerregierungen zurückzudrehen und damit das ohnehin mickrige Wachstumspotenzial des Landes weiter zu mindern. In der nächsten echten Rezession könnte Italien dann bei einem größeren Haushaltsloch und grassierender Risikoscheu der Anleger eine echte Schuldenkrise drohen.

Macron = Renzi?

Risiko 4: Frankreich - kann Macron Kurs halten?

Ein jugendlicher Reformier macht sich voller Elan daran, sein Land zu reformieren – und scheitert nach wenigen Jahren grandios. Ergeht es Frankreichs Emmanuel Macron nun so wie vor ihm Matteo Renzi in Italien? Ein Scheitern Macrons würde auch die Aussichten für ganz Europa erheblich verdüstern.

*Macron kann auch
Turbulenzen überstehen*

Aber noch ist es viel zu früh, über Macrons Reformpolitik den Stab zu brechen. Denn aus zwei Gründen sind Macrons Möglichkeiten, auch Turbulenzen zu überstehen, weit größer, als es die von Renzi waren, der von 2014 bis 2016 die Geschicke Italiens gelenkt hatte: Erstens verfügt Macron über eine solide eigene Mehrheit im Parlament. Zweitens kann er es sich leisten, einige Steuergeschenke zu verteilen, um den verbreiteten Unmut einzugrenzen. Gemessen am Schuldenstand (99 % der jährlichen Wirtschaftsleistung) sind Frankreichs Staatsfinanzen in einem weit weniger schlechten Zustand als die Italiens (132 %). Der geringe Risikoaufschlag für französische Anleihen gegenüber Bundesanleihen zeigt, dass die Märkte Frankreich problemlos zu finanzieren bereit sind.

*Macron macht Zugeständnisse – hält aber an den
wichtigen Reformen fest*

Unter dem Druck der Gelbwesten hat Macron zugestanden, auf Staatskosten den Mindestlohn zu erhöhen, die Sozialabgaben für ärmere Rentner zu vermindern und Überstundenzuschläge von Steuern zu befreien. Da er zudem auf eine höhere Ökosteuer verzichtet, dürfte Frankreichs Haushaltsdefizit 2019 auf 3,2 % klettern. Aber Macron setzt weiter auf echte Strukturreformen. Das macht Sinn. Denn die Ursache für Frankreichs Misere liegt nicht im Staatshaushalt. Ähnlich wie in Deutschland in den Jahren 2002–2005 ist der Fehlbetrag dort vor allem Ausdruck einer anhaltenden Wachstumsschwäche. Die lässt sich nur mit wachstumsfreundlichen Reformen beheben. Mit seiner Arbeitsmarkt- und Bildungsreform sowie anderen Schritten hat Macron die Weichen richtig gestellt. Diese Reformen, auf die es ankommt, nimmt er bisher nicht zurück.



Die deutsche Erfahrung ist eindeutig. Es dauert einige Jahre, bis Reformen greifen. Aber wenn dann etwas verzögert die Beschäftigung steigt, bringen die zusätzlichen Steuer- und Sozialeinnahmen den Staatshaushalt wieder ins Lot. Deutschland verdankt seine heutigen Überschüsse ja nicht einer rabiaten Sparpolitik, sondern dem kraftvollen Beschäftigungszuwachs, den uns die Agenda 2010 ab 2006 beschert hat. Ähnlich kann es Frankreich ergehen, wenn Macron bei den Strukturreformen Kurs hält.

*Das deutsche Beispiel:
Reformen lohnen sich –
aber erst nach einiger Zeit*

V. Märkte: Unruhige Zeiten mit möglicher Wende zum Besseren

Mit dem erneuten Anheben ihres Leitzinses im Dezember hat die US-Fed wieder ein nahezu neutrales Zinsniveau erreicht. Wir rechnen damit, dass die Fed bei etwas weniger lebhafter US-Konjunktur nach einem weiteren Zinsschritt im Frühjahr eine längere Pause einlegen wird. Das könnte auch die Märkte stützen. Da sie jedoch vorläufig ihre Bilanz weiter verkürzen wird, indem sie nicht alle fällig werdenden Anleihen durch neue ersetzt, begrenzt das weniger großzügige Angebot an Liquidität das Aufwärtspotenzial für Finanzmärkte. Die schrumpfende Fed-Bilanz kann gelegentlich für Unruhe sorgen.

Fed legt bald Zinspause ein

Ein Jahr nach dem Auslaufen der Anleihekäufe wird die EZB voraussichtlich Ende 2019 die Zinswende einleiten, sofern sich die Konjunktur im Frühjahr 2019 erwartungsgemäß wieder etwas belebt. In einem ersten Schritt wird die EZB dann vermutlich den Strafzins auf Bankeinlagen von $-0,4\%$ auf $-0,25\%$ abmildern, bevor sie Anfang 2020 schließlich auch den Refinanzierungssatz etwas anhebt und damit die Nullzinspolitik beendet. Sofern Großbritannien den harten Brexit vermeidet, wird sich die derzeit unter ungewöhnlicher Unsicherheit ächzende britische Wirtschaft 2019 erholen können. Bei einem ohnehin angespannten Arbeitsmarkt dürfte die Bank of England dann im Frühjahr und Herbst 2019 ihre Leitzinsen jeweils um 25 Basispunkte anheben. Dagegen erwarten wir eine unverändert expansive Politik von der Bank of Japan.

*Langsame Zinswende der
EZB ab Ende 2019*

2018 haben zwei Trends das Wechselkursgeschehen geprägt. Zum einen haben die starke US-Konjunktur, die Zinsschritte der Fed und die Reform der US-Unternehmenssteuer Geld in die USA gelockt. Zum anderen ist Kapital aus krisengeschüttelten Schwellenländern in den sicheren Hafen des US-Marktes geflossen. Beides hat den US-Dollar gestärkt. Dagegen hat sich der Außenwert des Euro kaum verändert, da die Verluste gegenüber dem US-Dollar weitgehend durch höhere Kurse gegenüber Schwellenlandwährungen ausgeglichen wurden. Für 2019 rechnen wir damit, dass die USA bei etwas weniger lebhafter Konjunktur an Anziehungskraft verlieren, während sich einige Anleger wieder den Schwellenländern zuwenden. Dieser Prozess scheint bereits im November und Dezember in Gang gekommen zu sein. Im Ergebnis könnte der US-Dollar auch gegenüber dem Euro wieder etwas an Wert verlieren und sich Ende 2019 wieder bei etwa 1,20 Dollar pro Euro einpendeln. Eine abnehmende Risikoscheu der Anleger könnte den Euro ab dem Frühjahr 2019 auch gegenüber dem Schweizer Franken stärken – auf bis zu 1,20 Franken pro Euro.

*Abkehr von den sicheren
Häfen?*

*Etwas Aufwärtspotenzial
für Aktien*

Sofern die großen politischen Risiken nicht eintreten, dürften die Aktienkurse 2019 nach den herben Rückschlägen des Vorjahres insgesamt wieder etwas zulegen können, unterstützt durch leicht steigende Unternehmensgewinne, günstigere Bewertungen und fehlende Anlagealternativen. Wir rechnen jedoch mit weiteren Volatilitätsspitzen, da die Zentralbankunterstützung nachlässt, politische Risiken nicht vollkommen abebben und sich das Wachstum in den USA etwas eintrübt. Folglich sollten sich die Aktienmarktbewertungen nur leicht ausweiten und der Margendruck sollte wegen steigender Zinsen, Löhne und Zölle zunehmen. Gerade zum Jahresbeginn 2019 kann es an den Märkten recht unruhig bleiben.



TEIL 3 IM FOKUS: WEGE AUS DER BREXIT-FALLE

(Dr. Holger Schmieding)

Ab Mitte Januar müssen sich die heillos zerstrittenen Briten entscheiden: Können sie sich noch auf eine halbwegs rationale Strategie verständigen? Oder steuern sie ihr Land in einer ausufernden politischen Krise sehenden Auges auf einen Abgrund zu? Etwa am 18. Januar soll das Unterhaus über den Entwurf des Scheidungsvertrages mit der Europäischen Union abstimmen. Lehnt das Parlament den Entwurf erwartungsgemäß ab, verbleiben nur zehn Wochen, um einen ungeordneten Brexit ohne Anschlussabkommen mit der Europäischen Union noch abzuwenden.

Großbritannien muss sich entscheiden

Bei allem Lärm spricht die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Turbulenzen letztlich glimpflich enden werden. Sollte Großbritannien dem vorliegenden Scheidungsvertrag nicht zustimmen, könnte es sich nach erheblichen politischen Wirren stattdessen enger als bisher geplant an die EU binden. Selbst ein neues Referendum, das den Brexit in letzter Minute noch absagen könnte, ist denkbar. Das Risiko eines ungeordneten Austritts, der Großbritannien im Extremfall in eine Rezession stürzen und auch den Kontinent erschüttern könnte, dürfte bei etwa 20 % liegen.

Selbst ein Verbleib in der EU ist noch möglich

Bisher kam es, wie es kommen musste. Nach langem Zögern hat Premierministerin Theresa May einem Scheidungsvertrag zugestimmt, bei dem sich die wirtschaftlich viermal größere EU27 auf nahezu ganzer Linie durchgesetzt hat. Da Großbritannien beim Austritt aus der EU eine der vier Grundfreiheiten des Gemeinsamen Marktes, die Freizügigkeit für Arbeitnehmer, einschränken möchte, verliert es im Gegenzug den freien Zugang zum Markt für Dienstleistungen der EU. Nach Ende der Übergangsfrist wird hier die EU de facto die Bedingungen des künftigen Austausches vorgeben.

Die stärkere EU hat sich durchgesetzt

Zur großen Überraschung der englischen Hardliner ist Brüssel auch keinen Deut von der Forderung abgewichen, dass zumindest Nordirland im EU-Binnenmarkt für Güter verbleiben muss, damit zwischen Nord- und Südirland keine harte Grenze mit Kontrollen für Waren errichtet werden muss. Beim größten Streitpunkt, der inneririschen Grenze, hat die EU27 ihr ganzes Gewicht in die Waagschale geworfen, um das vitale Interesse eines kleinen Mitglieds, Irland, zu schützen. So etwas nennt man Solidarität.

Die EU schützt die Interessen Irlands

Sofern und solange London Zollkontrollen zwischen dem britischen Nordirland und dem Rest des eigenen Landes vermeiden will, muss somit das gesamte Vereinigte Königreich in der Zollunion der EU bleiben. Die von den Brexiteers ersehnte Freiheit, mit anderen Ländern künftig eigene Handelsabkommen abschließen zu können, ist damit kaum etwas wert. Kein Wunder, dass die britischen Hardliner, die offenbar auf ihre eigenen Fantasie-Versprechen hereingefallen waren, jetzt den Aufstand planen.

Enttäuschte Hardliner proben den Aufstand

Ein Misstrauensvotum in ihrer eigenen Parlamentsfraktion hat die arg gebeutelte Premierministerin vor Weihnachten noch knapp überstanden. Für die Abstimmung über den vorliegenden Vertragsentwurf sieht es dagegen düster aus. Im Unterhaus hat ihre

Bisher keine Mehrheit für Mays Scheidungsvertrag

Regierung einschließlich der zehn Abgeordneten der nordirisch-protestantischen DUP nur einen hauchdünnen Vorsprung von sieben Stimmen. Da die DUP und mehr als 50 Konservative gegen den Brexit-Vertrag zu stimmen drohen, braucht sie die Hilfe von Teilen der ähnlich zerstrittenen Opposition. Die allerdings möchte eher die Regierung stürzen als May zur Seite springen. Mays Chancen, ihr Abkommen durchs britische Parlament zu bringen, dürften nur bei 20 % liegen.

*Schenden Auges
in den Abgrund?
Wahrscheinlich nicht*

Was wäre, wenn Mays Entwurf erwartungsgemäß scheitert? Die britische Bevölkerung ist gespalten. Eine kleine Mehrheit ist Umfragen zufolge angesichts des ganzen Brexit-Schlamassels mittlerweile für den Verbleib in der EU. Ein ganz harter Brexit entspricht sicher nicht dem Willen der meisten Bürger. Im Unterhaus ist die Mehrheit der Abgeordneten über alle Parteigrenzen hinweg gegen den Ausstieg oder zumindest gegen den harten Brexit. Gebunden an die jeweilige Parteidisziplin in Regierung und Opposition und geprägt vom Ausgang des Referendums vom Juni 2016 kann sich diese Mehrheit bisher nicht formieren. Wenn aber der Brexit-Vertrag scheitert, könnten sich die Fronten auflockern. Es ist zwar möglich, aber doch nicht wahrscheinlich, dass die Mehrheit der Abgeordneten nach einem „Nein“ zu Mays Vertrag dann zehn Wochen lang tatenlos zusehen würde, wie das Land auf den Abgrund eines ungeordneten Brexits am 29. März 2019 zusteuern würde.

Drei Alternativen

Denkbar sind stattdessen drei Alternativen: Erstens könnte eine überparteiliche Mehrheit im Parlament die Regierung beauftragen, einen neuen Vertrag mit der EU auszuhandeln, der Großbritannien etwa nach dem norwegischen Modell im Binnenmarkt der EU hält. Dies wäre – ohne Parteidisziplin – im Unterhaus wohl mehrheitsfähig. Zweitens könnte das Parlament die Frage an die Bevölkerung zurückgeben und ein neues Referendum ansetzen. Dafür setzen sich gemäßigte Vertreter aller Parteien mittlerweile ein. Drittens könnten mögliche Neuwahlen angesichts des Chaos unter den Konservativen eine Labour-geführte Regierung an die Macht bringen, die dann entweder das Norwegen-Modell mit der EU aushandeln oder ebenfalls ein neues Referendum ansetzen würde. Dies würde zwar etwas Zeit in Anspruch nehmen. Aber letztlich würde die EU trotz der am 23. bis 26. Mai bevorstehenden Europa-Wahlen den Briten diese zusätzliche Zeit wohl zugestehen. Insgesamt sehen wir eine Wahrscheinlichkeit von etwa 25 %, dass die Briten auf diese Art den Brexit doch noch absagen.

*Ein ungeordneter Brexit
würde auch der Eurozone
einen Schlag versetzen*

Ein ungeordneter Brexit wäre dagegen ein Schock für alle Beteiligten. Wenn nicht in letzter Minute noch eine Vielzahl kleiner Übergangsabkommen mit heißer Nadel gestrickt werden könnten, würde der Austausch von Gütern und Dienstleistungen über den Ärmelkanal nach dem 29. März 2019 einbrechen. Da Großbritannien nach den USA der wichtigste Handelspartner für die Eurozone ist, könnte die Wirtschaft auf dem europäischen Kontinent für etwa ein halbes Jahr stagnieren.

*In den nächsten Wochen
kann es laut werden*

Großbritannien müsste sogar mit einer Rezession rechnen. Wenn der erste Schock überwunden ist, dürfte das britische Trendwachstum danach nur noch bei etwa 1,4 % statt bei 2,1 % liegen, wie es vor dem Brexit-Votum der Fall war. Diese wenig erbaulichen Aussichten dürften dazu führen, dass die britische Politik doch noch einen Weg findet, dies zu vermeiden. In der Zwischenzeit kann es allerdings recht laut werden.

TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN

I. USA: Konjunktur überschreitet Höhepunkt

(Dr. Florian Hense)

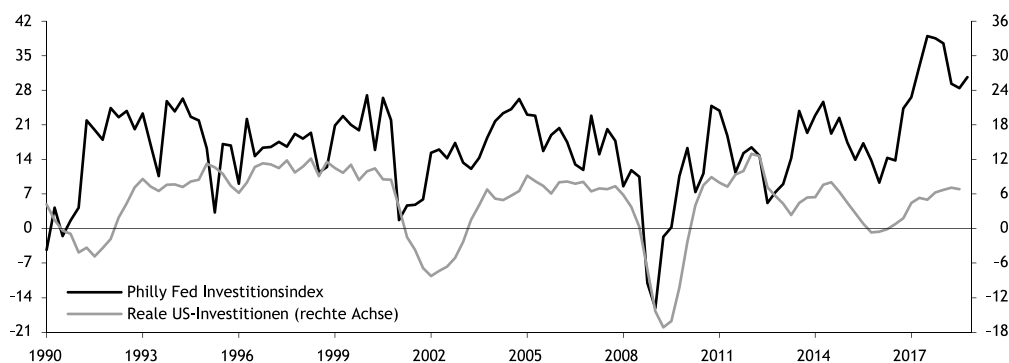
In den USA haben 2018 eine kreditfinanzierte Steuerreform und ein Abbau von Regulierungen die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und die Nachfrage der Haushalte spürbar stimuliert. Der starke Anstieg des Ölpreises bis Anfang Oktober hat darüber hinaus für zusätzliche Euphorie im für die USA wichtigen Energiesektor gesorgt. Die Unternehmensinvestitionen sind im vergangenen Jahr um knapp 7 % gegenüber 2017 gestiegen (Abbildung 2).

*Steuerreform und
Deregulierungen haben
Wachstum befeuert*

Auch dank eines spendableren öffentlichen Sektors hat die inländische Nachfrage nach einem Plus von 2,5 % in 2017 im vergangenen Jahr um voraussichtlich 3 % zugelegt. Die stärkere Inlandsnachfrage hat sich auch in deutlich höheren Einfuhren geäußert. Die Ausfuhren haben sich dagegen weniger dynamisch entwickelt. In der Konsequenz hat sich die amerikanische Leistungsbilanz weiter verschlechtert, während das BIP-Wachstum nach 2,2 % im Jahr 2017 auf 2,9 % im vergangenen Jahr hochgeschneit ist.

*Inländische Nachfrage
ist noch stärker gestiegen
als BIP*

Abb. 2: US - Philly Fed Investitionsindex und reale Investitionen



Quartalsdaten. Reale US-Investitionen in % gegenüber dem Vorjahr. Quellen: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Mit China hat sich Trump ein Säbelrasseln geleistet, welches die Weltwirtschaft und die globalen Finanzmärkte aus dem Tritt gebracht hat. Auch der Streit zwischen der EU und den USA schwelt weiter. Im Unterschied zu anderen Teilen der Welt konnten die amerikanischen Unternehmen die Verluste, die ihnen Trumps Handelspolitik bereitet hat, aber dank des heimischen Fiskalimpulses relativ problemlos verkraften. Dies hat Trump auf seinen handelspolitischen Irrwegen bestärkt.

*Gute wirtschaftliche Lage hat
Trump in handelspolitischen
Irrwegen bestärkt*

Infolge der Steuersenkungen sind die Unternehmensgewinne deutlich gestiegen. Höhere Material-, Personal- und Refinanzierungskosten konnten US-Unternehmen dadurch mehr als ausgleichen – trotz der nach wie vor schwachen Preissetzungsmacht. Zwar haben die Bewertungen an den Kapitalmärkten zuletzt kräftig Federn gelassen, die Finanzierungsbedingungen bleiben aber weiter gut.

*Unternehmensgewinne haben
neue Höhen erreicht*

*Konjunktur schwächt sich
2019 aber etwas ab ...*

*... weswegen Trump eher zu
„Deals“ bereit sein könnte*

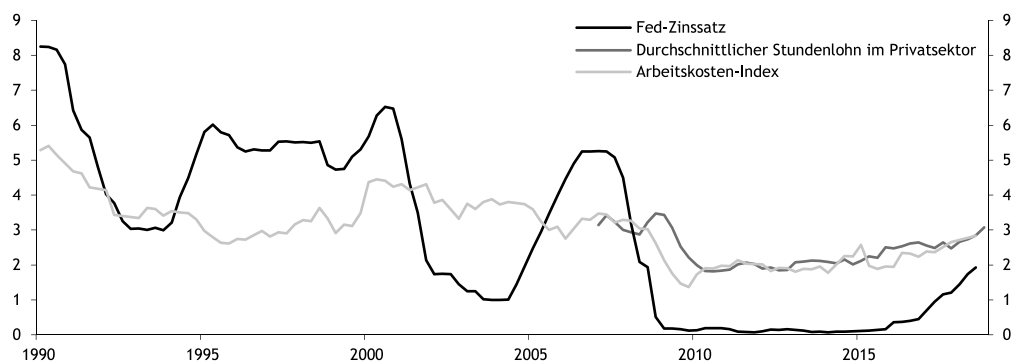
*Fed legt nach einem weiteren
Zinsschritt eine längere
Zinspause im Jahr 2019 ein*

Im Jahr 2019 wird sich die stimulierende Wirkung der Steuerreform abschwächen. Wir erwarten, dass das Wachstum etwas nachlässt – auf 2,5 % im Jahr 2019 beziehungsweise 2,2 % im Q4 2019 gegenüber dem Vorjahresquartal. Ein konjunktureller Einbruch zeichnet sich aber nicht ab.

Die etwas nachlassende Dynamik könnte sich auf Trumps Handelspolitik auswirken. Bei etwas weniger raschem US-Wachstum werden die Kosten der Handelskriege 2019 auch in den USA sichtbar werden. Für Trump könnte das ein Grund sein, den Handelsstreit beizulegen, um seine Chancen auf eine Wiederwahl 2020 zu verbessern.

Das allmähliche Auslaufen des US-Fiskalstimulus hat auch Konsequenzen für die Geldpolitik: Nach einem weiteren Zinsschritt wird die Fed vermutlich eine längere Zinspause einlegen. Die moderate Inflation erlaubt es ihr. Solange die Kernrate des Anstiegs der privaten Konsumausgaben, einer Kennzahl für den mittelfristigen Preisdruck, unter oder nahe 2 % verharrt, kann die Fed beim Anpassen ihrer Geldpolitik das Tempo herausnehmen. Im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres ist die Inflation sogar gegenüber dem ersten Halbjahr etwas zurückgegangen. Auch deutet nicht viel darauf hin, dass künftig Engpässe am Arbeitsmarkt den Preisdruck wesentlich erhöhen werden. Die Löhne sind noch weit davon entfernt, nachhaltig um mehr als 3,5 % zu steigen (Abbildung 3) – erst dann droht Gefahr für die allgemeine Preisentwicklung. Der Grund dafür ist einfach: Das Arbeitsangebot hat sich als elastischer und umfangreicher herausgestellt als bislang angenommen. Die steigende Nachfrage nach Arbeitskräften hat mehr die Beschäftigungsquote als das Lohnwachstum erhöht. Unabhängig von der Preisentwicklung wird die Fed ihre Bilanzsumme aber weiter langsam verringern, indem sie nicht alle auslaufenden Anleihen durch neue ersetzt.

Abb. 3: USA - Arbeitskosten und Stundenlohn



Quartalsdaten. Jährliche Veränderung für Arbeitskosten und durchschnittlichen Stundenlohn, in %. Fed-Zinssatz, in %.
Quellen: Bureau of Labor Statistics, Fed.



Maßnahmen zum Abbau von Bürokratie und hinderlichen Regulierungen sowie Anreize zur höheren Investitionsbereitschaft unter Unternehmen stützen das langfristige Wachstum der US-Wirtschaft. Neben Zweifeln an der Finanzierbarkeit stellt sich aber die Frage, inwieweit der tiefe Griff in die Staatskasse die Konjunktur unnötig befeuert hat. Damit steigt die Gefahr, dass der Aufschwung bald an seine Grenzen stoßen kann. Wann dies der Fall ist, hängt nicht zuletzt von der bislang noch ausgesprochen positiven Stimmung unter den Unternehmen ab.

Wie lange hält die gute Stimmung noch an?

II. Westeuropa

1. Eurozone: Auf grauen Winter könnte hellerer Frühling folgen

(Dr. Florian Hense)

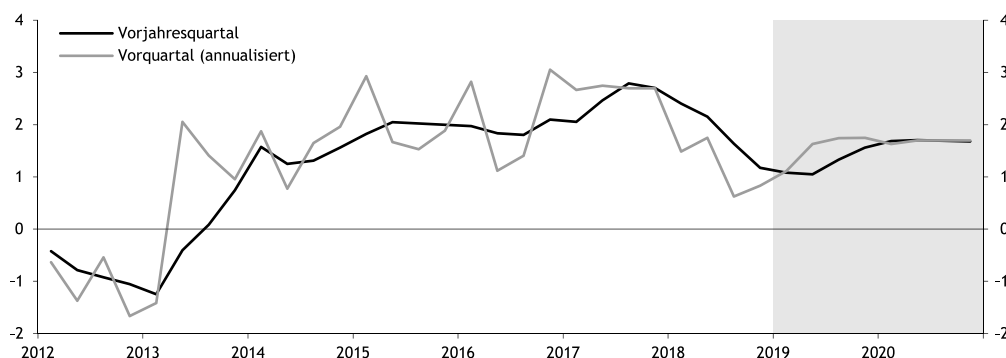
Eine Reihe von politischen Krisen und externen Schocks hat die Konjunktur in der Eurozone aus dem Tritt gebracht. Nachdem die Wirtschaft 2017 noch um 2,5 % gewachsen ist, hat sich das Wachstumstempo 2018 stetig und spürbar verlangsamt, auf nur noch 0,6 % annualisiert im dritten Quartal (Abbildung 4). Für das Gesamtjahr 2018 erwarten wir 1,8 %.

Konjunktur ist aus dem Tritt gekommen ...

An den Märkten grassiert sogar die Angst vor einer Rezession. Vor allem die von den USA geschürten Handelsspannungen lasten auf der Stimmung der Unternehmen. Dazu kommen wachsende Sorgen um China und der Einbruch der Ausfuhren in einige Schwellenländer wie der Türkei. Gleichzeitig haben die bis in den November hinein hohen Preise für Heizöl und Kraftstoffe die Kaufkraft der Verbraucher so geschmälert, dass sie ihre Ausgaben für andere Güter und Dienstleistungen einschränken mussten. Seit Oktober trüben zudem die sich zuspitzenden Brexit-Wirren sowie die Reformrolle rückwärts der radikalen Regierung in Rom das Geschäftsklima in der Eurozone.

... wegen einer Vielzahl von Krisen und Schocks

Abb. 4: Eurozone - BIP-Wachstum



Veränderung in %. Die annualisierte Rate rechnet den Zuwachs gegenüber dem Vorquartal auf das Gesamtjahr hoch. Die Rate ist deshalb recht schwankungsanfällig. Berenberg-Prognosen ab Q4 2018. Quellen: Eurostat, Berenberg.

Für die kommenden Monate zeichnet sich noch kein Ende der aktuellen Wachstumsschwäche ab. Wir müssen uns zunächst auf weitere schlechte Nachrichten einstellen. Dennoch kann dem grauen Winter ein hellerer Frühling folgen. Denn wirtschaftlich gesehen gibt es keinen echten Grund für eine Stagnation oder sogar eine Rezession.

Auf grauen Winter könnte hellerer Frühling folgen

*Fundamental sind
Voraussetzungen
dafür gegeben*

Die Stimmung bewegt sich immer noch oberhalb langfristiger Durchschnitte. Viele Länder der Eurozone haben im Nachgang der Finanz- und Eurokrisen Struktur-reformen umgesetzt. Die besseren Bedingungen für Investitionen und Jobs sorgen für ein höheres Potenzialwachstum. Ein anhaltend solides Beschäftigungswachstum mit anziehenden Löhnen steigert die verfügbaren Einkommen. Allmählich auftretende Engpässe auf dem Arbeitsmarkt und eine hohe Auslastung der Industrie sorgen für Investitionsbedarf seitens der Unternehmen. Dass Unternehmen dafür auch vermehrt Kredite aufnehmen, ohne es zu übertreiben, zeugt von Zuversicht. Die öffentliche Hand zeigt sich spendabel, die Geldpolitik bleibt trotz Ende der Netto-Anleihekäufe relativ locker und ein unterbewerteter Euro-Wechselkurs stützt die Wettbewerbsfähig-keit von Exporteuren.

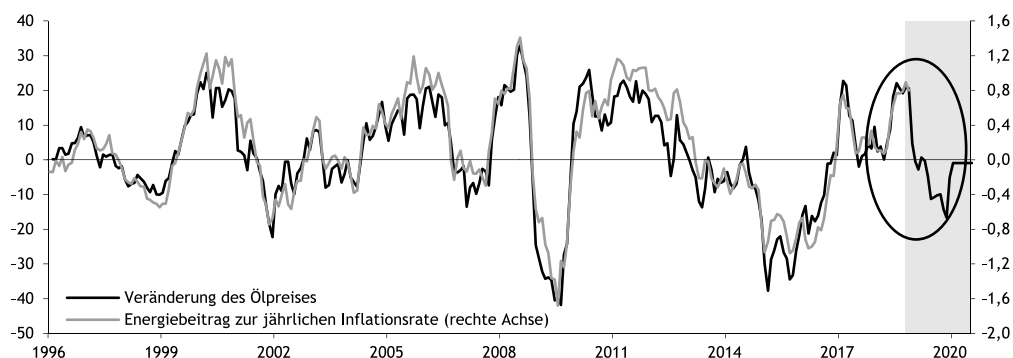
*Momentane Risiken
und Schocks könnten
im Frühjahr an Bedeutung
verlieren*

Wir rechnen damit, dass die politischen Risiken, die uns derzeit in Atem halten, nicht voll eintreten und sich die Konjunktur deshalb ab Frühling wieder erholen kann. Die Chancen dafür stehen nicht schlecht. Der Anreiz für Trump, „Deals“ mit China und der EU abzuschließen, statt mit einer weiteren Eskalation die Chancen der eigenen Wiederwahl zu gefährden, dürfte mit dem Auslaufen des Fiskalstimulus immer größer werden. Inmitten schwerer politischer Turbulenzen in Großbritannien rechnen wir damit, dass eine überparteiliche Mehrheit im Parlament einen harten Brexit verhindern will. Angesichts des Risikos, dass höhere Risikoaufschläge zu einer Kreditklemme in Italien führen könnten, zeichnet sich ab, dass Rom bei seinen Ausgabenplänen etwas zurückhaltender wird. Die Türkei und einige andere Schwellenländer werden voraussichtlich im Winter den Tiefpunkt ihrer Anpassungskrisen erreichen. Der Rückgang der Rohölpreise kann dem derzeit lahmen Konsum im Laufe des Jahres 2019 wieder etwas mehr Schwung verleihen (Abbildung 5).

*Konjunktur sollte dann
wieder anziehen*

Der Winterpause der Konjunktur könnte somit ein Frühling mit wieder etwas mehr Wachstum folgen. Trotz eines vermutlich schwachen Starts in das neue Jahr ist 2019 insgesamt ein Wachstum von 1,2 % möglich. Für 2020 rechnen wir mit 1,7 %, also einem BIP-Wachstum wieder etwas oberhalb des Trends von 1,5 %.

Abb. 5: Eurozone - Ölpreis und Energiebeitrag zur Inflation



Veränderung gegenüber Vorjahr in % des Ölpreises der Sorte Brent, in Euro, bereinigt um allgemeinen Preisanstieg. Beitrag der Energiekomponente des Warenkorbs zum allgemeinen Preisanstieg in Prozentpunkten. Prognose für den Ölpreis basiert auf der Annahme eines konstanten Ölpreises auf aktuellem Niveau. Quellen: Eurostat, Berenberg.



Es bleibt aber das Risiko, dass die Sorgen um die Zukunft und die aktuellen Abwärtstendenzen eine gewisse Eigendynamik entwickeln. Selbst wenn einige der derzeit heiß diskutierten Risiken an Bedeutung verlieren, könnten Haushalte und Unternehmen für einige Zeit noch derart nervös sein, dass selbst kleinere Störungen ihr Konsum- und Investitionsverhalten nachhaltig beeinträchtigen. Die Wachstumsdelle könnte somit tiefgreifender und länger ausfallen, als wir es zur Zeit erwarten.

Oder hält Wachstumsdelle an?

1.1. Deutschland: Das Jahr der Schocks

(Dr. Florian Hense)

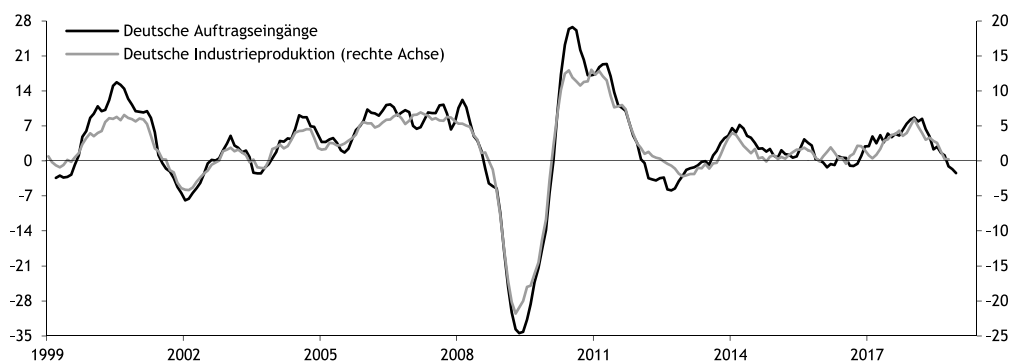
Die deutsche Konjunktur hat sich 2018 noch mehr abgekühlt als die der Eurozone – von jeweils 2,5 % im Jahr 2017 auf ein Wachstum von vermutlich 1,5 % in Deutschland gegenüber den 1,8 % für die Eurozone. Die exportorientierte deutsche Wirtschaft ist besonders abhängig von einem relativ ungehinderten und florierenden Welthandel. Stärker als andere hat sie somit auf die Handelsspannungen, die etwas weniger dynamisch wachsende chinesische Volkswirtschaft und wirtschaftliche Probleme in Schwellenländern, allen voran der Türkei, reagiert. Das hat sich nicht nur in der sich verschlechternden Stimmung der Unternehmen geäußert, sondern auch in weniger robusten Zahlen für Auftragseingang und Produktion. Auch der Zuwachs der inländischen Nachfrage hat sich ab Mitte 2018 abgeschwächt. Den Verbrauchern hat der hohe Ölpreis zu schaffen gemacht. Die Konsumausgaben sind zuletzt sogar eingebrochen.

Deutschlands ausfuhrabhängige Wirtschaft hat 2018 besonders gelitten

Aber nicht nur die Nachfrage nach deutschen Produkten hat sich verringert. Auch angebotsseitige Schwierigkeiten haben der Wirtschaft zu schaffen gemacht. Nach den wetter- und krankheitsbedingten Produktionsausfällen zu Beginn des Jahres sowie dem fortwährenden Fachkräftemangel haben die Probleme der deutschen Automobilhersteller beim Zertifizieren ihrer Modelle nach dem neuen Abgasverfahren WLTP zu einem Rückgang des BIP im dritten Quartal geführt.

Auch das Missmanagement der Automobilbranche hat zu den Problemen beigetragen

Abb. 6: Deutschland - Auftragseingänge und Industrieproduktion



In % im Vorjahresvergleich. 3-Monats-Durchschnitte. Deutsche Auftragseingänge zwei Monate vorauslaufend. Quellen: Destatis, BMWi.

Aufschwung bleibt aufgrund fundamentaler Stärke intakt

Die Chancen stehen aber gut, dass der deutsche Aufschwung auch in seinem zehnten Jahr intakt bleibt. Zwar deuten die Frühindikatoren kurzfristig auf eine weitere Schwäche hin. Zudem bleibt das Risiko, dass US-Präsident Trump Importzölle auf deutsche Autos verhängen könnte. Aber wenn die Handelsspannungen im Jahresverlauf erwartungsgemäß doch nachlassen, der Brexit nicht in einer Katastrophe endet, China eine harte Landung vermeidet und sich die italienische Regierung weiter auf die EU zubewegt, könnte die fundamentale Stärke der heimischen Wirtschaft ab Frühling wieder zum Tragen kommen. Der robuste Arbeitsmarkt sorgt für einen soliden Anstieg der verfügbaren Einkommen. Die nach wie vor hohe Kapazitätsauslastung in der Industrie sollte auch künftig die Unternehmensinvestitionen stützen. Wegen des schlechten Starts ins neue Jahr dürfte das BIP-Wachstum 2019 mit 1,2 % aber schwach ausfallen.

1.2. Frankreich: Kann Macron weiterhin Kurs halten?

(Dr. Florian Hense)

Macron hat 2018 dort weitergemacht, wo er 2017 aufgehört hatte ...

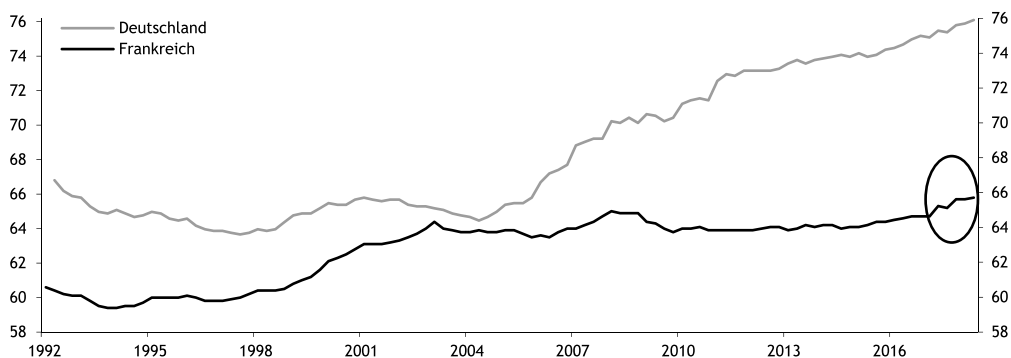
Trotz schwächeren Wirtschaftswachstums und deutlich gesunkener Zustimmungswerte schien Präsident Emmanuel Macron 2018 lange Zeit unbeirrt Kurs halten zu können. Den 2017 verabschiedeten Maßnahmen – Arbeitsmarktreform und vorgezogene Unternehmenssteuersenkung – ließ er im vergangenen Jahr Änderungen für die staatseigene Eisenbahngesellschaft (SNCF), das Bildungs- und Sozialsystem folgen. Die Rentenversicherung und das Wahlsystem sollen als nächste Projekte an der Reihe sein.

... bis die „Gelbwesten“ ihn zu Zugeständnissen zwangen

Dann kamen die „Gelbwesten“. Unter dem Druck der Straße hat Macron Ende 2018 nachgegeben. Unter anderem steigt der Mindestlohn kräftig, ärmere Rentner zahlen geringere Sozialabgaben und Überstundenzuschläge werden von der Steuer befreit. Rechnet man die bereits abgesagte Ökosteuer hinzu, landet Frankreichs Haushaltsdefizit 2019 bei rund 3,3 %. Ob im neuen Jahr die Mehrheit der erzürnten Gelbwesten den Protest einstellt oder sich zu neuen Forderungen ermutigt sieht, bleibt abzuwarten.

Macron verteilt Geschenke, hält aber an Reformen fest

Dass Macron aber weiterhin auf Strukturreformen setzt, gibt Hoffnung. Die Ursache der wirtschaftlichen Misere des lange Jahre als „kranken Mann Europas“ titulierten Frankreichs ist nicht in erster Linie der Staatshaushalt, sondern die anhaltende Wachstumsschwäche. Die lässt sich nur mit wachstumsfreundlichen Reformen beheben. Die deutsche Erfahrung ist hier eindeutig (Abbildung 7). Es dauert einige Jahre, bis Reformen greifen. Aber wenn dann nach einiger Zeit die Beschäftigung steigt, bringen die zusätzlichen Einnahmen die Wirtschaft auf Kurs und den Staatshaushalt wieder ins Lot.

Abb. 7: Frankreich - Beschäftigungsquote im Vergleich zu Deutschland

Beschäftigung in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (16-64 Jahre). Quelle: Eurostat.

Ob Macron seine Reformen sichern und ergänzen kann, ist die Schicksalsfrage für Frankreich und Europa. Macron muss es nicht so ergehen wie dem ehemaligen italienischen Premierminister Matteo Renzi, der als großer Reformler bereits nach knapp zwei Jahren das Feld räumen musste. Schon eher könnte Macron das Schicksal Gerhard Schröders treffen, der 2005 nicht wiedergewählt wurde, aber mit seinen Reformen die Grundlage für Deutschlands derzeitiges goldenes Jahrzehnt legte. Der Vergleich zwischen den Beschäftigungsquoten in Abbildung 7 zeigt das Potenzial, das Frankreich durch Arbeitsmarkt- und Sozialreformen nach deutschem Vorbild ausschöpfen könnte.

Macron wird es vermutlich eher wie Gerhard Schröder als Matteo Renzi ergehen

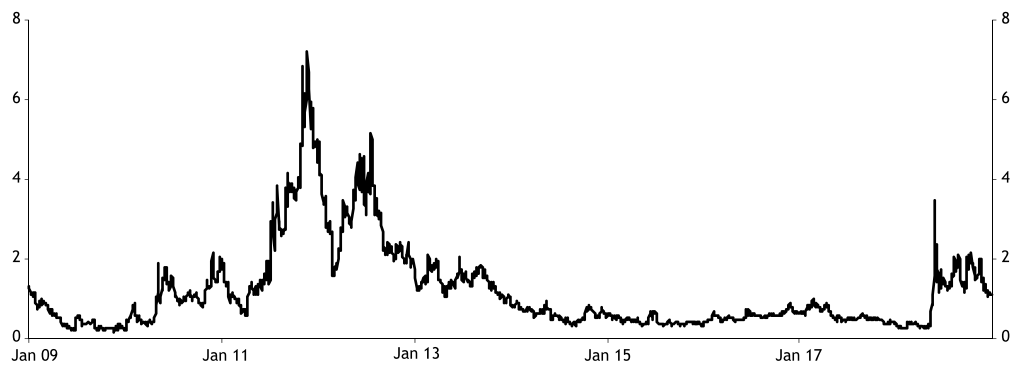
1.3. Italien: Verstärker der Wachstumsdelle

(Dr. Jörn Quitzau)

Italien trägt eine nennenswerte Mitschuld an der Konjunkturdelle in der Eurozone. Die neue Regierung hat wirtschaftspolitische Ideen präsentiert, die das Vertrauen in die finanzpolitische Solidität Italiens schwer erschüttert haben. Zu den kostentreibenden sozialpolitischen Projekten zählen ein Bürgereinkommen, von dem bis zu sechs Millionen Italiener profitieren könnten, eine deutliche Herabsetzung des Renteneintrittsalters für Bürger mit einer bestimmten Anzahl von Beitragsjahren sowie neue Regulierungen des Arbeitsmarktes. Prinzipiell ist nichts dagegen einzuwenden, wenn ein Land einen stärkeren Fokus auf die sozialpolitischen Bedürfnisse seiner Bürger legt. Aber auch für Italien gilt, dass ein Staat auf Dauer nur das verteilen kann, was er selbst erwirtschaftet oder was er sich an den Kapitalmärkten leihen kann.

Soziale Wohltaten sind teuer

Abb. 8: Italien - Zinsdifferenz gegenüber 2-jährigen Bundesanleihen



In Prozentpunkten. Quelle: Bloomberg.

*Haushaltsdefizite statt
Haushaltssanierung*

Mit einem Schuldenstand von rund 2,3 Billionen Euro – dem höchsten in der Eurozone – oder gut 130 % des BIP müsste Italien eigentlich die Sanierung der Staatsfinanzen konsequent vorantreiben. Dafür wären wirtschaftsfreundliche Strukturreformen nötig und Zurückhaltung bei den Sozialleistungen. Die neue Regierung schlägt jedoch einen anderen Weg ein und wird damit auf absehbare Zeit Haushaltsdefizite von über 2 % des BIP einfahren. Die alte Regierung hatte ein Defizit von 0,8 % zugesagt. Die Marktakteure haben umgehend reagiert und höhere Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen verlangt (Abbildung 8). Je unvernünftiger die Politik agiert, desto teurer wird die Finanzierung über den Kapitalmarkt. Nach der Einigung zwischen Brüssel und Rom auf ein Defizit von 2,04 % für 2019 sind die Zinsen wieder spürbar gesunken. Unser Hauptszenario ist, dass Italien unter dem Druck der Finanzmärkte seine Ausgabenpläne künftig etwas zügeln wird. Eine Eskalation der Schuldenproblematik sollte so vorerst verhindert werden können.

*Konjunkturell geht es äußerst
mäßig weiter*

Konjunkturell sieht es unter der neuen Regierung allerdings mager aus: Für 2019 erwarten wir einen BIP-Zuwachs von höchstens 0,5 % und damit 0,7 Prozentpunkte weniger als für die Eurozone. Das sind trübe Aussichten, denn Italien hätte Wachstum bitter nötig, nachdem die reale Wirtschaftsleistung heute kaum über dem Niveau der Jahrtausendwende liegt.

2. Großbritannien: Quo vadis? Brexit verunsichert die Insel

(Dr. Florian Hense)

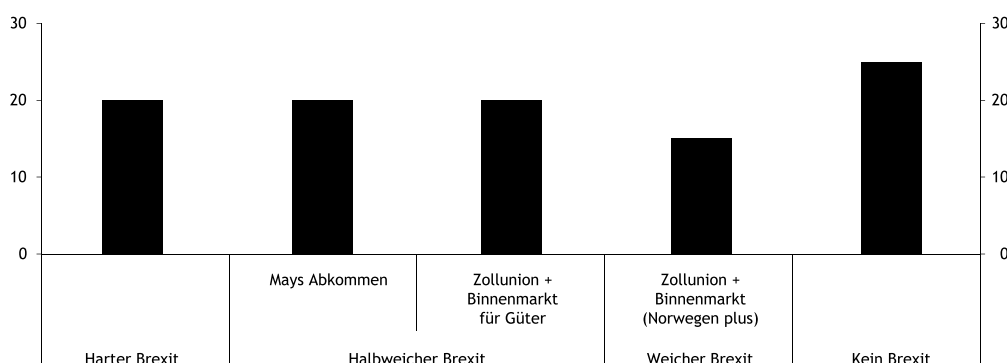
*Britische Wirtschaft hat
Brexit-Wirren 2018
erstaunlich gut getrotzt*

Die britische Wirtschaft hat den Wirren um den bevorstehenden Brexit im Jahr 2018 weitgehend getrotzt – der Ausgabenfreude der Verbraucher während des außergewöhnlich warmen Sommers 2018 sei Dank. Das BIP hat 2018 um 1,4 % zugelegt. Im Laufe des Jahres sind die Sorgen über einen ungeordneten Brexit aber verstärkt ins nationale Bewusstsein gerückt. Insbesondere die Unternehmen sind verunsichert und haben viele Investitionen vertagt: Unter dem Strich sind die Investitionen der Unternehmen im vergangenen Jahr leicht zurückgegangen.

Bis zum 29. März muss sich Großbritannien entscheiden, welche Beziehungen es künftig mit der EU unterhalten möchte. Noch ist völlig unklar, für welche der fünf Möglichkeiten sich das Land entscheiden wird (Abbildung 9). 1) Harter Brexit (Wahrscheinlichkeit: 20 %): Kein Freihandelsabkommen; Handel wird nach den Regeln der Welthandelsorganisation betrieben. 2) Mays halbweicher Brexit (20 %): Großbritannien bleibt in der Zollunion und Nordirland zusätzlich im Binnenmarkt, bis sich eine andere Lösung für die irische Grenze findet. Dann tritt ein noch auszuhandelndes Freihandelsabkommen in Kraft. 3) Labours halbweicher Brexit (20 %): Großbritannien bildet eine Zollunion und einen Binnenmarkt für Güter mit der EU. 4) Weicher Brexit (15 %): Großbritannien bleibt Teil des Binnenmarkts und der Zollunion („Norwegen plus“). London zahlt weiter in den EU-Haushalt ein und befolgt EU-Verordnungen, ohne Entscheidungen mitzutreffen. 5) Kein Brexit (25 %): Die Briten widerrufen den Austritt aus der EU.

Die Angst vor einem ungeordneten Brexit nimmt zu

Abb. 9: Großbritannien - Wahrscheinlichkeiten der möglichen Brexit-Szenarien



In %. Quelle: Berenberg.

Bei allem Lärm spricht viel dafür, dass die Briten letztlich glimpflich davonkommen werden. Großbritannien wird entweder das von Premierministerin May ausgehandelte Abkommen unterzeichnen oder sich nach weiteren politischen Turbulenzen noch enger an die EU binden. Mögliche Neuwahlen oder ein weiteres Referendum könnten dazu führen, dass der Brexit sogar in letzter Minute noch abgesagt wird. Das Risiko eines ungeordneten Austritts besteht nach wie vor, ist mit 20 % aber eher gering. Sofern ein harter Brexit vermieden wird – so wie wir es erwarten –, sollte das Wirtschaftswachstum wieder auf bis zu 1,8 % anspringen und das britische Pfund zulegen können.

Wahrscheinlicher ist aber bislang ein weicherer Brexit oder sogar gar kein Brexit

3. Schweiz: Im Schlepptau der Weltkonjunktur

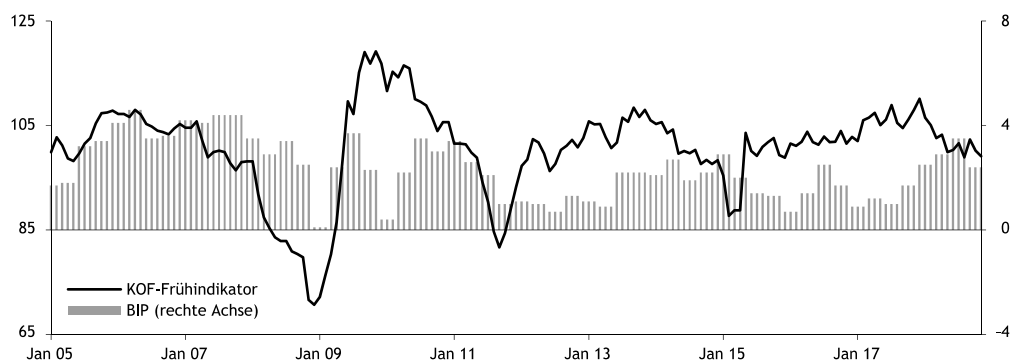
(Dr. Jörn Quitzau)

Nach einem guten Jahr 2017 kam es im ersten Halbjahr 2018 zu einem regelrechten Boom. Befeuert von einem vorübergehend schwächeren Franken haben insbesondere die Industriegüterausfuhren kräftig zugelegt. Wichtigster Wachstumsfaktor war das Verarbeitende Gewerbe. Auch die beträchtlichen Einnahmen aus internationalen Sportveranstaltungen, die in der Schweiz ansässigen Sportverbänden zugeflossen sind, trugen zum guten Ergebnis bei. Im zweiten Quartal 2018 legte das BIP um starke 3,2 %

Wie in Deutschland: Wachstumsrückgang im dritten Quartal

im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zu. Im dritten Quartal folgte wegen der gebremsten Weltkonjunktur auch in der Schweiz ein konjunktureller Dämpfer. Im Vergleich zum Vorquartal sank das BIP – wie in Deutschland – um 0,2 %, sodass auch der Vorjahresvergleich mit +2,2 % deutlich schwächer ausfiel. Die Schweizer Nationalbank weist in ihrem Quartalsbericht aber auf die weiterhin günstigen Konjunkturindikatoren hin, weshalb es sich auch in der Schweiz eher um eine Wachstumsdelle als um den Beginn eines echten Abschwungs handeln dürfte. Dafür spricht auch die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt: Von Januar bis November ist die Arbeitslosenquote von 3,0 % auf nur noch 2,4 % gesunken.

Abb. 10: Schweiz - BIP-Wachstum und KOF-Frühindikator



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

*Robuste Binnenkonjunktur
federt Rückschlag im
Exportsektor ab*

Internationale Risiken wie der Handelsstreit zwischen den USA und China sowie die politische Zerrissenheit in der Europäischen Union (Haushaltspolitik Italiens, Brexit-Verhandlungen) trüben noch den Blick auf das neue Jahr für die exportorientierten Schweizer Unternehmen. Sollten die Krisen jedoch nach und nach abklingen, so wie wir es erwarten, würde die Konjunktur ähnlich wie in Deutschland im Frühjahr wieder Fahrt aufnehmen. Zudem unterstützen die gefüllten Auftragsbücher, gut ausgelastete Produktionskapazitäten sowie die hohe Beschäftigung die Binnennachfrage. Insbesondere die zunehmenden Ausrüstungsinvestitionen und die steigende Zahl von Baugenehmigungen helfen, die temporäre Exportschwäche abzufedern.

*Niedrige Zinsen dürften
Immobiliensektor weiter
stützen*

Als Risikofaktor ist der Immobilienmarkt im Auge zu behalten. Der von Leerständen und hohen Immobilienpreisen gekennzeichnete Wohnungsmarkt ist potenziell anfällig für eine Korrektur. Allerdings dürften die Finanzierungsbedingungen weiter positiv bleiben, weil auch die Schweizer Nationalbank die Zinsen 2019 niedrig halten wird.

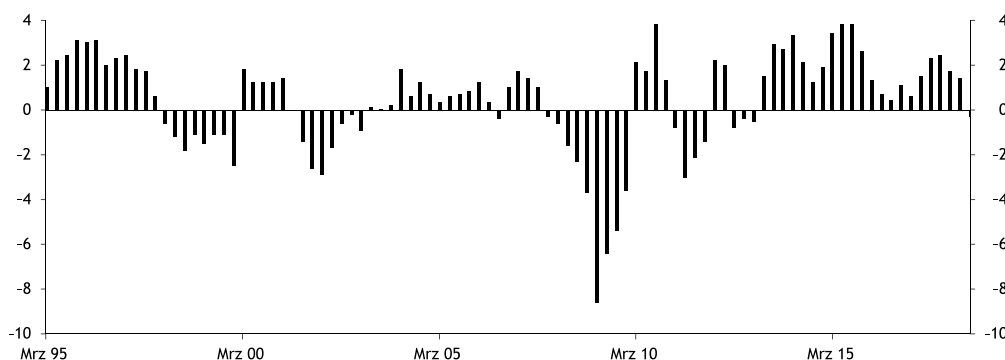
III. Japan: Gebremste Konjunktur in solidem Umfeld

(Dr. Jörn Quitzau)

Trotz der strukturellen Herausforderungen – alternde Bevölkerung, extrem hohe Staatsschulden – hat Japan in den letzten zwei Jahren wirtschaftlich einige Erfolge verbuchen können. Nach dem starken Jahr 2017 mit einem BIP-Wachstum von 1,9 % ist das Wachstum im Jahr 2018 mit voraussichtlich etwas weniger als einem Prozent aber deutlich schwächer ausgefallen. Auf Quartalsbasis waren die Ergebnisse uneinheitlich: Schwache Quartale (Q1, Q3) und starke Quartale (Q2, voraussichtlich Q4) haben sich abgewechselt. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China trifft Japan in besonderer Weise, weil China und die USA die wichtigsten Handelspartner für Japan sind.

2018 mit schwächerem Wachstum

Abb. 11: Japan - BIP-Wachstum



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Japanisches Kabinettsbüro.

Wir erwarten, dass sich die Wachstumsraten in den nächsten beiden Jahren bei rund einem Prozent einpendeln werden. Getragen wird das Wachstum von der guten Beschäftigungs- und Lohnentwicklung. Die Arbeitslosenquote liegt auf dem niedrigsten Niveau seit 1993. Die zunehmende Knappheit an Arbeitskräften wird abgedeckt durch eine höhere Erwerbsbeteiligung von Frauen und älteren Arbeitskräften. Seit dem Jahr 2014 hat die Zahl ausländischer Arbeitskräfte im traditionell als abgeschottet geltenden Japan um 400 000 zugelegt. Mit Blick auf Japans alternde Bevölkerung ist dies auch langfristig eminent wichtig.

Starker Arbeitsmarkt

Trotz des insgesamt schwächeren Wachstums im Jahr 2018 bleiben die Fundamentaldaten also solide. Das größte Risiko für den Konjunkturausblick stellt China dar. Im Jahr 2017 gingen gut 19 % der japanischen Güter-Exporte nach China und 24,5 % der Güter-Importe kamen aus China. Für die japanische Wirtschaft sind deshalb der weitere Verlauf im Handelskonflikt USA/China und die Konsequenzen für das chinesische Wachstum von hoher Bedeutung. Als Sonderfaktor kommt die Mehrwertsteuererhöhung von 8 % auf 10 % im Oktober 2019 hinzu.

Risikofaktor China

Das langfristig drängende Problem der extrem hohen Staatsschulden (über 230 % des BIP) ist Japan bisher auf eigenwillige Weise angegangen: Die Bank of Japan hat fast 45 % der Staatsanleihen aufgekauft, den Zins damit bei 0 % gehalten und das Problem so vorerst weiter in die Zukunft geschoben.

Zentralbank kümmert sich um die Finanzierung der Staatsschulden

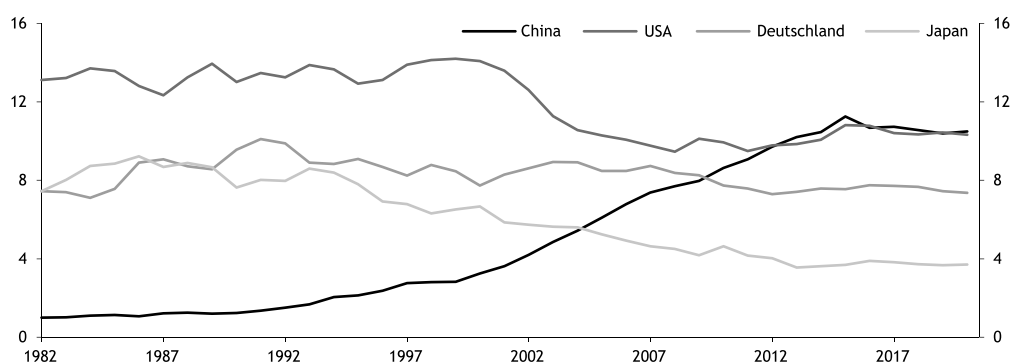
IV. China: Im Zentrum des Handelskonflikts

(Dr. Jörn Quitzau)

Rückgang der Wachstumsraten durch gestiegene Arbeitskosten

Chinas Wirtschaft ist im abgelaufenen Jahr nach bisheriger Datenlage um 6,6 % gewachsen. Damit hat China sein Wachstumsziel von 6,5 % erreicht. Für die kommenden Jahre rechnen wir mit Wachstumsraten von 6,1 % (2019) und 5,9 % (2020). Damit würde China seine sanfte Konjunkturlandung fortsetzen. Da die Löhne inzwischen stark gestiegen sind, hat sich Chinas Wettbewerbsvorteil verringert. Für einen weiteren Rückgang der wirtschaftlichen Dynamik sprechen auch Konjunkturindikatoren wie zum Beispiel das gesunkene Verbrauchervertrauen.

Abb. 12: China - Anteil an weltweiten Exporten



Anteil in % an weltweiten Exporten (Güter und Dienstleistungen) in USD (Projektion). Quelle: OECD Economic Outlook.

Gesunkenes Wachstum wird Konjunktur weltweit beeinflussen

Die etwas schwächere Weltkonjunktur wird – genau wie der Handelsstreit mit den USA – dem Außenhandel schaden. Wie Abbildung 12 zeigt, ist China seit einigen Jahren eine treibende Kraft im Welthandel. Die sinkenden Wachstumsraten werden deshalb auch für andere Länder Folgen haben. Asiatische Schwellenländer, aber auch hochentwickelte Handelspartner wie zum Beispiel Deutschland, Japan oder die USA werden die abnehmende Wachstumsdynamik in China spüren.

Expansive Maßnahmen, um Wachstumsziel zu erreichen

Langfristig halten wir das Wachstumsziel von 6,5 % für schwer erreichbar. Da die chinesische Führung es zurzeit dennoch zu erreichen versucht, verfolgt das Land eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. Das baut zunehmend Kreditrisiken und eine steigende Schuldenlast auf. Allerdings reichen die Lockerungsmaßnahmen des Jahres 2018 bisher nicht aus, um in der Realwirtschaft ausreichend Wirkung zu zeigen.

China ist zu Übereinkunft mit USA gezwungen

Aus unserer Sicht braucht China wegen der sinkenden Wachstumsraten eine Einigung im Handelskonflikt mit seinem größten Handelspartner, den USA. Falls die USA die Zölle wieder senken würden, könnte China im Gegenzug einige Märkte für amerikanische Importe und Direktinvestitionen öffnen. Wir rechnen zwar mit einer Einigung dieser Art – wann genau es dazu kommt, bleibt jedoch vorerst unklar. Insgesamt birgt der Handelskonflikt zwischen den USA und China erhebliche Risiken für unseren Konjunkturausblick 2019. Abseits von Konjunktur und Wachstum bleiben die neue Machtfülle von Präsident Xi Jinping sowie das Sozialkredit-System, mit dem China das Verhalten seiner Bürger zu lenken beabsichtigt, als politische Risiken zu beobachten.

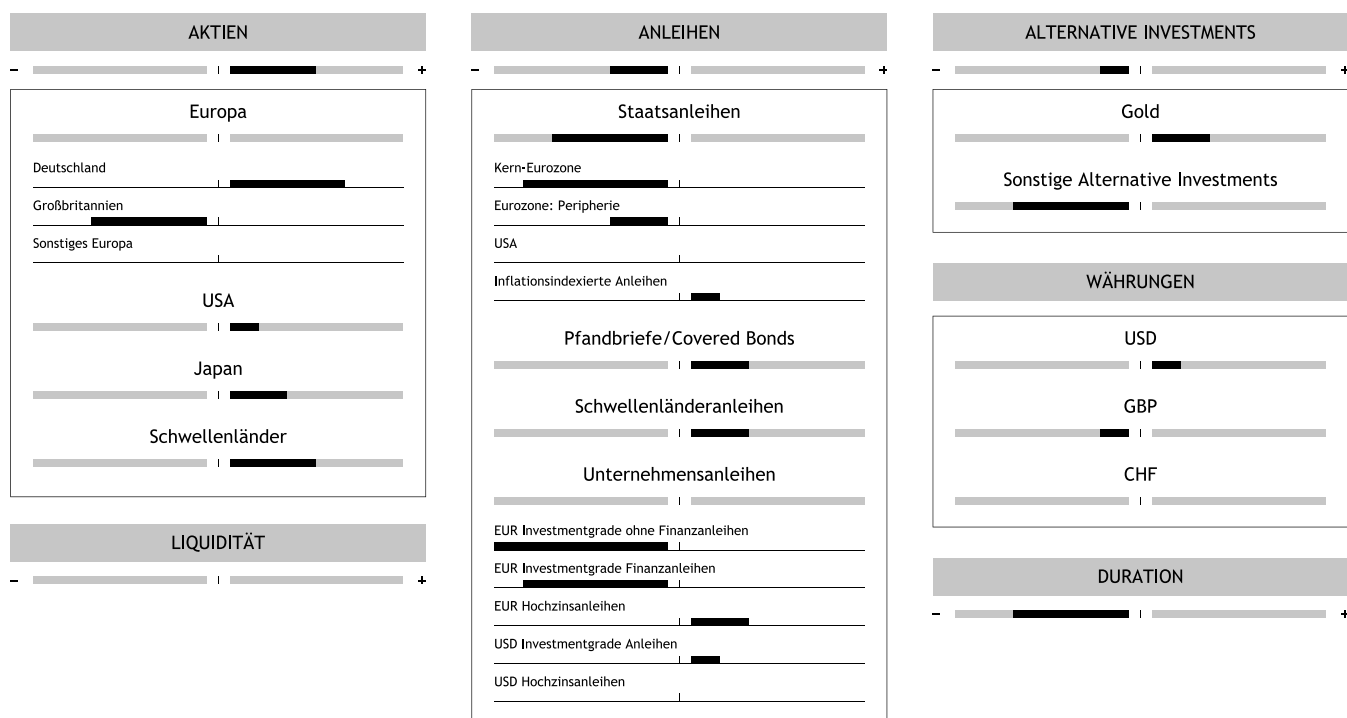
TEIL 5 KAPITALMARKTSTRATEGIE

(Dr. Bernd Meyer)

- Eine Rezession bleibt auch 2019 unwahrscheinlich – das Wirtschaftswachstum dürfte sich nahe dem Trend stabilisieren.
- Das Marktumfeld bleibt anspruchsvoll mit vielen Herausforderungen jenseits der Konjunkturentwicklung. Jedoch haben Aktien Erholungspotenzial und sind in das neue Jahr hinein gegenüber Anleihen zu bevorzugen.
- Die quantitative Drosselung durch die Zentralbanken lastet auf allen Anlageklassen – Unternehmensanleihen dürften besonders leiden; die Volatilität zieht weiter an.
- Die US-Dollar-Stärke dürfte auslaufen. Dies sollte Schwellenländerwährungen und Rohstoffe begünstigen.

Auf den Punkt

Abb. 13: Portfoliositionierung 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.

Die Aktienmärkte haben bereits im vierten Quartal eine deutliche Wachstumsabschwächung eingepreist: Bei einem Abebben politischer Risiken und bei vermehrten Anzeichen eines sich wieder stabilisierenden Wachstums bieten sie deshalb Erholungspotenzial. Dies gilt insbesondere für Aktien aus den Schwellenländern und Europa. Auch japanische Aktien sind strategisch interessant. Wir sind in Aktien übergewichtet. Das Marktumfeld bleibt aber anspruchsvoll, nicht zuletzt aufgrund des kontinuierlichen Liquiditätsentzugs durch die Zentralbanken. Rezessions Sorgen dürften über die nächsten

*Portfoliositionierung
auf einen Blick*

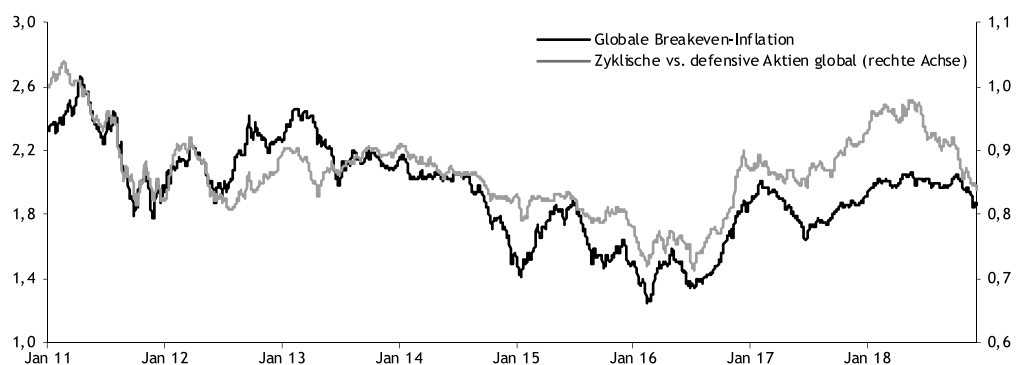
2018 war ein schwieriges
Jahr an den Kapitalmärkten

Jahre regelmäßig kommen und gehen. Wir sind insbesondere bei Unternehmensanleihen skeptisch. Die Verschuldung amerikanischer Unternehmen ist auf Rekordniveau. Zudem dürften sie die Haupt-Leidtragenden des Liquiditätsentzuges sein. In Euro denominierte Staatsanleihen sicherer Emittenten lassen keine positive Wertentwicklung erwarten. US-Dollar-Staatsanleihen bieten attraktivere Renditen, jedoch dürften diese mit dem Auslaufen der US-Dollar-Stärke für Anleger aus dem Euroraum nicht zu realisieren sein. Wir präferieren Frontier-Market-, Schwellenländer- und Wandelanleihen. Gold bietet eine Portfolioabsicherung und sollte insbesondere von der niedrigen Positionierung und einem schwächeren US-Dollar profitieren.

Rückblick 2018 - Trump gibt Gas, Ende der Vermögenspreisinflation und aufkommende Rezessionsbefürchtungen

US-Präsident Trump gab 2018 mächtig Gas. Seine Steuerreform gab der US-Wirtschaft und dem amerikanischen Aktienmarkt ordentlich Rückenwind, während die von ihm angezettelten Handelsstreitigkeiten Sentiment, Wachstum und Aktienmärkte exportstarker Länder belasteten. In der Folge wertete der US-Dollar entgegen der Konsenserwartung vom Jahresbeginn deutlich auf. Schwellenländer litten nicht nur unter dem Handelsstreit, dem nachlassenden chinesischen Wachstum, der Dollar-Aufwertung und hausgemachten Problemen wie beispielsweise in der Türkei, sondern auch unter dem starken Ölpreisanstieg in den ersten drei Quartalen. Steigende Leitzinsen in den USA sowie die Abkehr von der Politik der quantitativen Lockerung erzeugten zudem Gegenwind für alle Anlageklassen. Im vierten Quartal dominierten dann politische Risiken, Wachstumsenttäuschungen und Rezessionsbefürchtungen. Der Ölpreis kollabierte angesichts eines erneut starken Überangebots, Inflationserwartungen fielen und insbesondere zyklische Aktien litten. Nach der Marktkorrektur im Oktober und November preisen die Aktienmärkte bereits eine deutliche Abschwächung des Wachstums ein.

Abb. 14: Rezessionsängste belasten zyklische Aktien und Inflationserwartungen



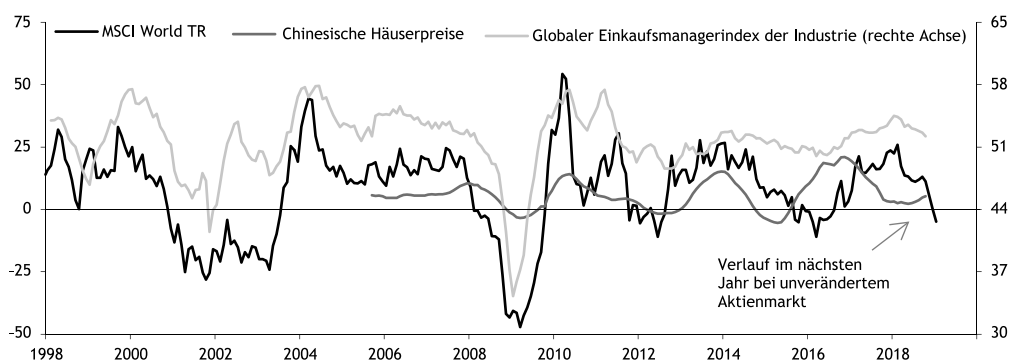
Gewichtete 10-jährige Breakeven-Inflation (USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich) im Vergleich mit der relativen Entwicklung zyklischer Aktien. Quelle: Bloomberg.

1. Wesentliche Herausforderungen jenseits des Konjunkturzyklus

Auch wenn wir ein Abrutschen in eine Rezession für unwahrscheinlich halten und die Märkte bereits eine deutliche Wachstumsabschwächung eingepreist haben, ist die Ausgangslage für die Märkte 2019 nicht einfach. Das Wachstum lässt nach, während Löhne und Kerninflation langsam weiter anziehen. Das globale Wachstum scheint wieder auf das begrenzte Niveau von 2012 bis 2016 zurückzufallen. Die Konsenserwartungen für die Unternehmensgewinne im Jahr 2019 sind trotz jüngster Reduktionen zu optimistisch. Lediglich ein Gewinnwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich erscheint realistisch. Schließlich nimmt der Liquiditätsentzug durch die Zentralbanken Fahrt auf, denn auch die EZB stellt ihre Anleihekäufe ein. Der starke Anstieg der Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen in den USA im Jahr 2018 ist auf die Steuerreform zurückzuführen und dürfte sich nicht wiederholen. Die Brexit-Frage ist weiter ungeklärt. Dazu kommt die unzureichende Haushaltsdisziplin der Regierung in Italien. Und der Waffenstillstand zwischen den USA und China bedeutet noch lange nicht das Ende der Handelsstreitigkeiten. Auch Risiken wie ein Inflationsanstieg oder die rekordhohe Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen in den USA könnten die Märkte belasten.

Keine einfache Ausgangslage für die Märkte im Jahr 2019

Abb. 15: Aktien preisen Wachstumsschwäche ein - Häuserpreise in China ziehen an



Entwicklung in % von globalen Aktien und chinesischen Häuserpreisen ggb. Vorjahr im Vergleich mit dem Einkaufsmanagerindex der Industrie. Quelle: Bloomberg.

Ende der US-Dollar-Stärke

Angesichts schwächeren Wachstums und nur moderater Inflation dürfte die Fed bei ihren Zinserhöhungen demnächst eine längere Pause einlegen. Dem steht die erwartete Zinswende durch die EZB in etwa einem Jahr gegenüber. Die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen sollte schrumpfen. In Verbindung mit der aktuellen Pro-US-Dollar-Positionierung des Marktes spricht dies dafür, dass der handelsgewichtete US-Dollar seinen Höhepunkt gefunden hat und 2019 etwas an Stärke verlieren sollte. Schwellenländerwährungen dürften davon profitieren. Für eine deutliche Aufwertung des Euros müssten aber das Italien- und das Brexit-Risiko zunächst gelöst sein. Deutsche Staatsanleihen bleiben mit einer erwarteten negativen Gesamtentwicklung uninteressant. US-Staatsanleihen sind attraktiver, dürften aus Sicht eines Euro-Anlegers aber unter einem schwächeren US-Dollar leiden.

Dollar-Abschwächung für 2019 erwartet

*Haupt-Leidtragende der
quantitativen Drosselung*

Vorsicht bei Unternehmensanleihen

Wir erwarten, dass sich die Ausweitung der Risikoprämien bei Unternehmensanleihen in 2019 fortsetzt – unterbrochen von nur temporären Einengungen bei starkem Risikoappetit. Unternehmensanleihen dürften am stärksten unter dem Liquiditätsentzug durch die Zentralbanken leiden. In den USA hat zudem die Unternehmensverschuldung ein Rekordniveau erreicht, die Kreditqualität lässt weiter nach und Staatsanleihen bieten als Alternative bereits wieder eine ansehnliche Rendite. Hier sind Staatsanleihen gegenüber Unternehmensanleihen klar vorzuziehen.

*Erholungspotenzial
bei Aktien*

Aktien bieten zumindest zunächst das höchste Potenzial

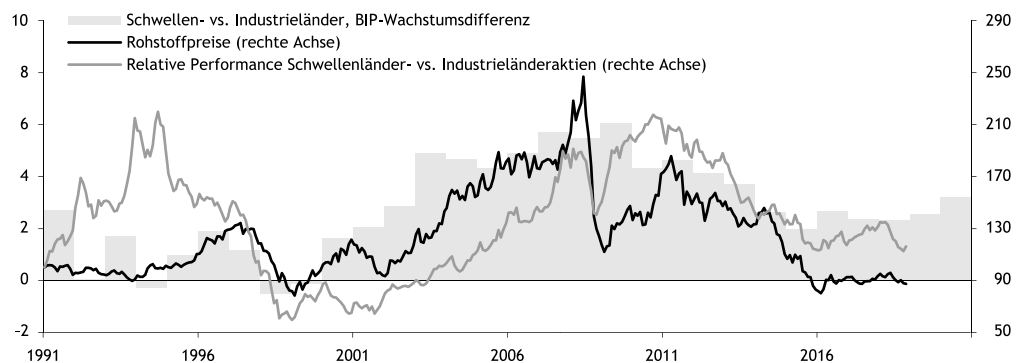
Das pessimistische Sentiment, gepaart mit attraktiven Bewertungen, bietet Erholungspotenzial in der typischerweise starken Saison für Aktien von November bis April. Bis dahin sollten sich auch Anzeichen einer Wachstumsstabilisierung zeigen. Besonders positiv wären Anzeichen, dass es der chinesischen Zentralbank und Regierung wie in 2016 gelingt, das Wachstum zu stabilisieren. Hoffnung gibt, dass chinesische Häuserpreise wieder schneller steigen. Neben der Auflösung von politischen Unsicherheiten bieten auch die Geld- und Fiskalpolitik positives Überraschungspotenzial für Aktien.

*Schwellenländer bieten
im Jahr 2019 Chancen*

Bild für die Schwellenländer und Rohstoffe dürfte sich verbessern

Angesichts der starken US-Konjunktur und höherer Dollarzinsen hat sich das Wachstum in den Schwellenländern 2018 gegenüber den Industrieländern nicht verbessert. Die Wachstumsdifferenz verharrte bei 2,3 %. Jedoch erwartet der IWF eine Ausweitung des Wachstumsvorsprunges der Schwellenländer für 2019. Die Belastung durch die US-Dollar-Stärke dürfte auslaufen und die weniger restriktive Geld- und Fiskalpolitik in China dürfte unterstützend wirken. Nach der schwachen Entwicklung von Schwellenländerwährungen und -aktien im Jahr 2018 sehen wir Erholungspotenzial. Industrie- und Edelmetalle dürften von einem schwächeren US-Dollar und einer Pause der Fed profitieren. Anzeichen, dass sich das chinesische Wachstum stabilisiert, dürften Industriemetallen angesichts der Short-Positionierung spekulativer Anleger Rückenwind bescheren.

Abb. 16 Relatives Wachstum stützt Rohstoffe und Schwellenländeraktien



Realer Wachstumsvorteil der Schwellenländer ggb. den Industrieländern und relative Entwicklung Schwellenländeraktien und Rohstoffe. Entwicklung indiziert, 31.01.1991 = 100. Quellen: IMF, Bloomberg, eigene Berechnungen.



TEIL 6 MÄRKTE

I. Aktien: Aktien sollten 2019 in schwierigem Umfeld steigen

(Ulrich Urbahn)

- Aktienkurse dürften 2019 zulegen, unterstützt durch steigende Unternehmensgewinne, günstigere Bewertungen und fehlende Anlagealternativen. Wir rechnen jedoch mit weiteren Volatilitätsspitzen, da die Unterstützung durch Zentralbanken nachlässt, (handels-)politische Risiken nicht vollkommen abebben und sich das weltweite Wachstum eintrübt.
- Folglich sollten sich die Aktienmarktbewertungen nur leicht ausweiten und der Margendruck sollte wegen steigender Zinsen, Löhne und Zölle zunehmen.

Auf den Punkt

2018 war ein äußerst schwieriges Aktienjahr

Aktienmärkte haben 2018 mehrheitlich Verluste hinnehmen müssen, getrieben durch eine restriktivere US-Geldpolitik, eine Verschärfung des Handelskonflikts, enttäuschende Konjunkturdaten außerhalb der USA sowie politische Unsicherheiten (Italien, Brexit, Nordkorea). Folglich gerieten vor allem zyklische Unternehmen aus Europa, insbesondere aus dem DAX (–18 % im Jahr 2018), sowie asiatische Schwellenländer unter Druck. Am besten schnitten US-Aktien ab, die von der US-Steuerreform profitierten und aufgrund ihres großen Heimatmarktes im globalen Handelskonflikt oftmals weniger zu verlieren haben. In Europa entwickelten sich defensive Aktien am besten. Japanische Aktien konnten sich ebenfalls relativ gut behaupten. Weltweit haben sich Aktien vergünstigt, denn die globalen Unternehmensgewinne sind 2018 im Vorjahresvergleich um gut 16 % gestiegen. Allein in den USA betrug der Gewinnanstieg rund 24 % dank der Steuerreform und eines im Jahresdurchschnitt gestiegenen Ölpreises. Insbesondere die Gewinne der Öl- und Finanzunternehmen zogen an.

Weltweit haben sich Aktien vergünstigt

Steigende Unternehmensgewinne trotz geringerer Margen

Für 2019 erwarten wir eine leichte Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums, gepaart mit einer moderaten Inflation sowie leicht steigenden Zinsen. Die Profitabilität der Unternehmen dürfte allerdings sinken. Gestiegene Löhne, Rohstoffpreise, Zinsen und Zölle belasten – der Margenhöhepunkt liegt nach unserer Einschätzung hinter uns. Bei fallenden Gewinnmargen und einem durchwachsenen Umsatzwachstum sehen wir weiteren Abwärtsrevisionsbedarf bei den Gewinnschätzungen für 2019, insbesondere für Europa. Fiskalpolitische Maßnahmen und höhere Inflation dürften jedoch das nominale Wachstum begünstigen. Daher erwarten wir, dass die globalen Unternehmensgewinne 2019 um ca. 5–7 % im Vergleich zum Vorjahr steigen werden. Aktuell liegt die Konsenserwartung bei rund 8 %.

Revisionsbedarf bei den erwarteten Gewinnen

Höhere Bewertungskennziffern erwartet

Bewertung sollte sich leicht ausweiten

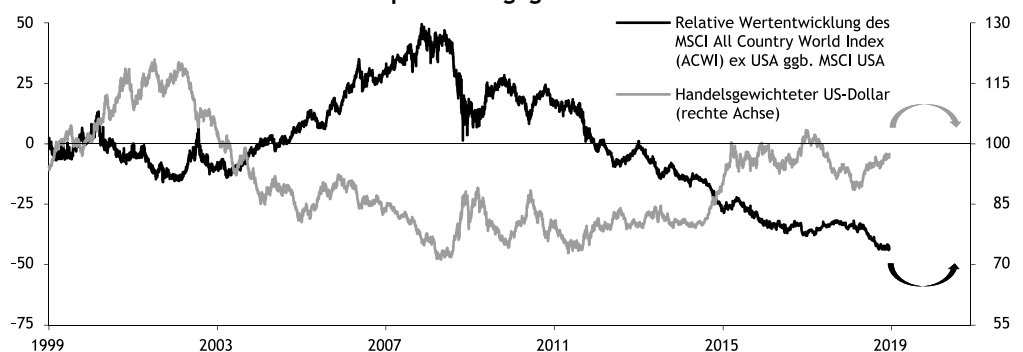
Handels(-politische) Risiken sowie Wachstumssorgen haben in den letzten Monaten zu einem deutlichen Rückgang der Bewertungskennzahlen geführt. Der Aktienmarkt preist bereits eine deutliche Wachstumsabschwächung ein. Da wir allerdings keine zeitnahe Rezession erwarten und die politischen Risiken in den nächsten Monaten auch teilweise abebben sollten – der Handelsstreit dürfte uns allerdings länger erhalten bleiben –, rechnen wir mit einer leichten Ausweitung der Bewertungen im Jahr 2019. Steigende Zinsen und die nachlassende Unterstützung der Zentralbanken weltweit dürften eine solche Entwicklung allerdings begrenzen und für weitere Volatilitätsspitzen sorgen.

Europa und Schwellenländer mit Aufholpotenzial

Steigende Aktienmärkte im Jahr 2019

Die Aktienmärkte sollten im neuen Jahr zulegen, wenngleich das Marktumfeld schwierig bleiben dürfte. Das erste Halbjahr dürfte dabei mehr Renditepotenzial als die zweite Jahreshälfte bieten. Dafür sprechen die tendenziell bessere Saisonalität für Aktien im Frühjahr sowie die sich abzeichnende Pause im Fed-Zinserhöhungszyklus. Im zweiten Halbjahr sollten jedoch die positiven Effekte der US-Steuerreform komplett auslaufen. Deswegen sind wir mittelfristig etwas vorsichtiger in Bezug auf US-Aktien, die höher bepreist sind und sich über die letzten Jahre deutlich besser als der Rest der Welt entwickelt haben. Folglich rechnen wir auch mit einem Aufholpotenzial Europas gegenüber den USA im Jahr 2019, weil sich sowohl Wachstumsraten als auch die Zentralbankenpolitik annähern sollten. Außerhalb Europas sehen wir für Schwellenländer verbesserte Perspektiven – aufgrund der relativen Attraktivität, eines Auslaufens der US-Dollar-Stärke und des steigenden Wachstumsvorsprungs. Zudem halten wir japanische Aktien für attraktiv. Japan dürfte entgegen dem Trend 2019 etwas stärker als 2018 wachsen, trotz Mehrwertsteuererhöhung. Eine stabile Politik, lockere Geldpolitik, steigende Löhne und der heimische Konsum unterstützen.

Abb. 17: Rest der Welt hat Aufholpotenzial gegenüber den USA



Relative Entwicklung der Net-Return-Indizes MSCI All Country World Index ex USA und MSCI USA in % und die Entwicklung des handelsgewichteten US-Dollars in Punkten. Quellen: Bloomberg, Berenberg.

II. Anleihen: Zinsen weiter auf niedrigem Niveau

(Dr. Jörn Quitzau)

1. Geldpolitik

Die geldpolitische Divergenz zwischen den USA und der Eurozone hat sich auch 2018 fortgesetzt. Die amerikanische Notenbank Fed hat ihren Zinserhöhungszyklus fortgesetzt und im abgelaufenen Jahr den Leitzins mit insgesamt vier Schritten je 25 Basispunkten auf 2,25–2,50 % angehoben. Aufgrund der robusten Konjunktur mit einem Wachstum von voraussichtlich 2,9 %, des starken Arbeitsmarkts und einer Inflationsrate, die über das gesamte Jahr oberhalb des Fed-Zielwerts lag, waren die Zinserhöhungen nur zu berechtigt. Dagegen hat die EZB die Zinsen nicht verändert und den Leitzins weiter bei 0,0 % sowie den Einlagenzins bei –0,4 % belassen. Trotz dieser unverändert extrem lockeren Zinspolitik hat auch die EZB die Zügel etwas angezogen: Sie hat das Volumen des Anleiheankaufprogramms schrittweise zurückgeführt und tätigt seit dem Jahresende 2018 keine weiteren Nettokäufe mehr.

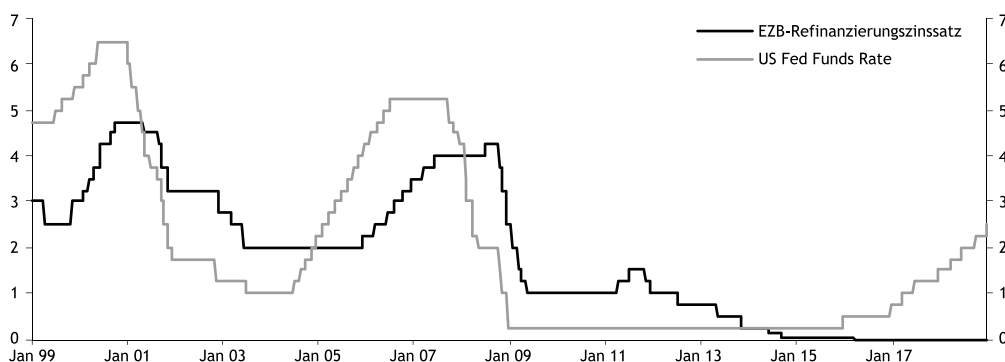
Geldpolitische Divergenz setzte sich 2018 fort

1.1. EZB: Ende des Anleihekaufprogramms, nichts Neues bei den Zinsen

In diesem Jahr dürfte der Abstand bei den Leitzinsen nur geringfügig weiter steigen. Die amerikanische Notenbank wird 2019 voraussichtlich nur einen Schritt um 25 Basispunkte nach oben machen und die EZB dürfte die Nullzinspolitik bis Anfang 2020 fortsetzen. EZB-Präsident Draghi erneuerte auf der Pressekonferenz im Dezember zwar nur den Hinweis, die Zinsen würden über den Sommer 2019 hinaus auf dem gegenwärtigen Niveau bleiben, aber mit Blick auf den aktuellen konjunkturellen Rückschlag wäre ein höherer Leitzins 2019 inzwischen eine Überraschung. Während beim Leitzins also wohl alles beim Alten bleibt, lohnt sich ein Blick auf den Einlagenzins. So sehen wir – ähnlich wie andere Marktbeobachter – die Chance, dass die EZB zum Ende des Jahres 2019 beim Einlagesatz einlenkt und den Strafzins von –0,4 % auf –0,25 % abmildert. Damit würden die Geschäftsbanken zumindest etwas entlastet.

Nullzinspolitik geht auch 2019 weiter

Abb. 18: Eurozone und USA - Leitzinsen



In %. Quelle: Bloomberg.

Ölpreis sorgt für vorübergehenden Inflationsschub

Eine straffere Geldpolitik ist nach aktuellem Stand nicht zu erwarten. Daran ändert auch der etwas stärkere Preisauftrieb nichts. Die Euro-Inflationsrate war im Juni 2018 über das EZB-Ziel von „unter, aber nahe 2 %“ gestiegen. Seither liegt die Teuerungsrate bei etwa 2,0 %. In Deutschland stieg die Inflation im Oktober sogar kurzzeitig auf 2,5 %. Der Grund für das Aufflackern der Inflation ist jedoch vorübergehender Natur: Hauptverantwortlich war der zwischenzeitlich scharfe Ölpreisanstieg. Anfang Oktober war der Ölpreis (Sorte Brent) auf 85 US-Dollar je Barrel hochgeschwungen, das war ein Plus von 54 % gegenüber dem gleichen Zeitpunkt im Vorjahr. Danach folgte ein Absturz, der den Ölpreis bis Ende Dezember unter die Marke von 55 US-Dollar pro Fass fallen ließ. Auslöser war ein Überangebot am Ölmarkt, verstärkt wurde der Preissturz, weil spekulative Anleger ihre Positionen auflösten.

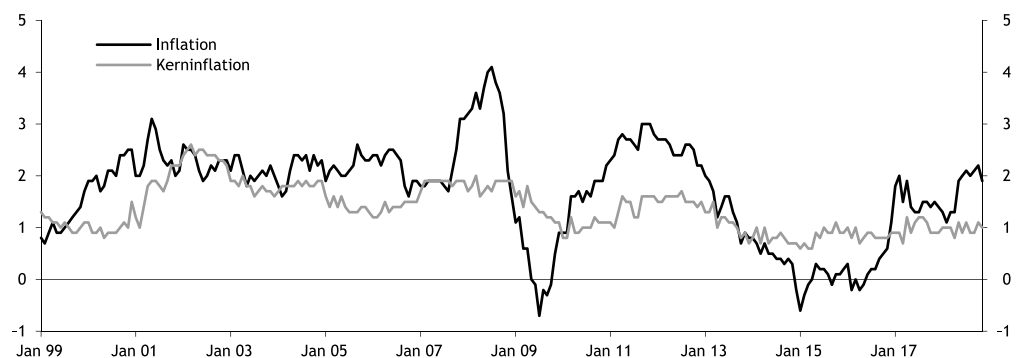
EZB dank niedriger Kerninflation weiter entspannt

Die Zentralbank schaut in einer solchen Situation auf die Kernrate der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel. Da diese seit langer Zeit ziemlich stabil bei nahe 1,0 % liegt, sah und sieht die EZB keinen Grund, den Preisauftrieb aktiv zu bremsen. Auch ohne geldpolitische Maßnahmen fällt die Inflationsrate in Richtung der Kernrate zurück, wenn der Ölpreis nicht weiter steigt oder sogar sinkt. Nach dem Ölpreisabsturz ist in den kommenden Monaten deshalb mit abnehmenden Inflationsraten zu rechnen.

EZB beendet Kaufprogramm, aber gekaufte Anleihen bleiben im Bestand

Abschließend noch ein Hinweis zum Anleiheankaufprogramm, das die EZB nach knapp vier Jahren Laufzeit nun beendet hat: Das Ende des Programms bedeutet nur, dass die EZB keine Nettokäufe mehr tätigen wird (zuletzt kaufte sie noch Anleihen in Höhe von 15 Milliarden Euro pro Monat). Sie wird aber noch bis mindestens 2020 den Erlös aus fälligen Schuldtiteln vollständig reinvestieren und ihr Anleiheportfolio zwei Jahre lang nach dem Ende der Nettokäufe konstant halten. Die EZB wird also ein zinstreibendes Zusatzangebot am Anleihemarkt vorerst vermeiden.

Abb. 19: Eurozone - Inflation



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

1.2. Fed: US-Notenbank vor Zinspause

Die US-Geldpolitik wird deutlich weniger gestrafft als noch kürzlich erwartet

Während die Märkte das zurückhaltende Vorgehen der EZB schon lange eingepreist haben, kommt die wohl bald bevorstehende Zinspause der US-Notenbank etwas überraschend. Wir erwarten für das erste Halbjahr 2019 noch eine Zinserhöhung, vermutlich im zweiten Quartal. Für 2020 sehen wir keine weiteren Zinsschritte. Noch im Dezember prognostizierten einige Großbanken für die Fed vier Zinsschritte je 25 Basispunkte



im Jahr 2019. Die Fed selbst hat auf ihrer letzten Sitzung im Dezember zwei weitere Schritte nach oben angekündigt. Hier deutet sich für einige Marktbeobachter also eine Überraschung an. Die Gründe für den deutlich moderateren geldpolitischen Ausblick sind vielfältig. Die US-Inflation sowie die Inflationserwartungen sind gesunken und der Ausblick für die globale Wirtschaft hat sich eingetrübt. Das Geldmengenwachstum hat sich verlangsamt und die Zinskurve hat sich abgeflacht. Insgesamt sind die finanziellen Bedingungen inzwischen weniger großzügig und die Unsicherheiten gestiegen. Die Fed will vermeiden, die Konjunktur mit ihrer Geldpolitik abzuwürgen. Abseits der Zinspolitik wird die Fed ihre Bilanz weiter kürzen und den Bestand an Wertpapieren um bis zu 50 Milliarden Dollar pro Monat abbauen.

1.3. Bank of England: Warten auf den Brexit-Deal

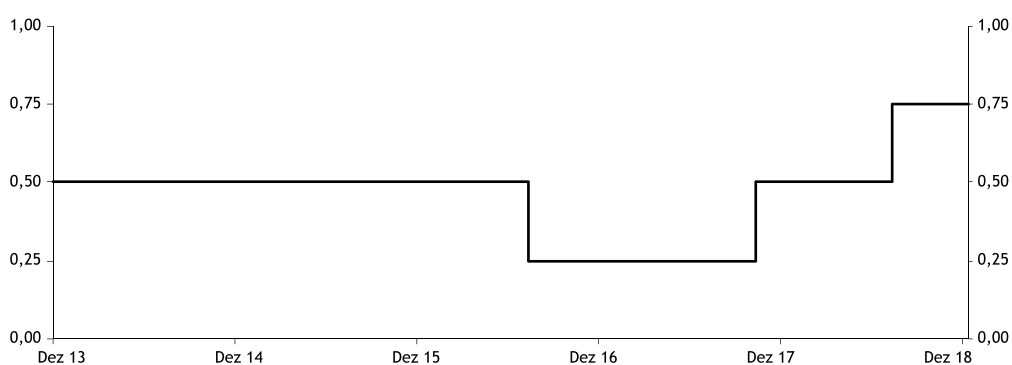
Die Bank of England (BoE) ist gefordert, ihre Geldpolitik auf die Unwägbarkeiten rund um den Brexit bei gleichzeitig überraschend guten Konjunkturdaten abzustimmen. Die aktuellen Daten würden eine straffere Geldpolitik erfordern. Insbesondere der Boom am Arbeitsmarkt zeigt, dass die bisherigen Zinserhöhungen – 2017 und 2018 je ein Schritt um 25 Basispunkte – berechtigt waren. Die Arbeitslosenquote ist auf das niedrigste Niveau seit 1975 gefallen. Sowohl die Beschäftigtenzahl als auch die Zahl der offenen Stellen (848 000) liegen auf Rekordniveau.

Arbeitsmarktboom spricht für höhere Zinsen

Unter normalen Umständen müsste die Zentralbank dem Inflationsdruck, der sich bei diesen starken Arbeitsmarktdaten aufbaut, entgegenwirken. Doch die Zeiten des Brexits sind nicht normal. Die Bank of England befindet sich in Lauerstellung, solange die Brexit-Frage nicht geklärt ist. Eine Zinserhöhung bereits im Februar wäre nur denkbar, wenn drei Bedingungen erfüllt sind: 1. Großbritannien ratifiziert bereits vorab eine Brexit-Vereinbarung, wodurch das Risiko eines harten Brexits frühzeitig beseitigt wird; 2. Das Lohnwachstum zieht weiter an; 3. Das reale BIP-Wachstum bleibt auf oder oberhalb des Wachstumspotenzials, das die Bank of England mit 1,5 % beziffert. Derzeit sieht es allerdings nicht so aus, als könnte die Brexit-Unsicherheit bereits im Januar 2019 enden. Unser Hauptszenario bleibt deshalb, dass die BoE erst im Mai 2019 wieder aktiv wird. Sofern ein harter Brexit verhindert wird, dürfte die Notenbank in den Jahren 2019 und 2020 jeweils zwei Zinsschritte nach oben machen. Damit würde der Leitzins von derzeit 0,75 % bis zum vierten Quartal 2020 auf 1,75 % steigen.

Bank of England im „Wait-and-see“-Modus

Abb. 20: Großbritannien - Britischer Leitzins



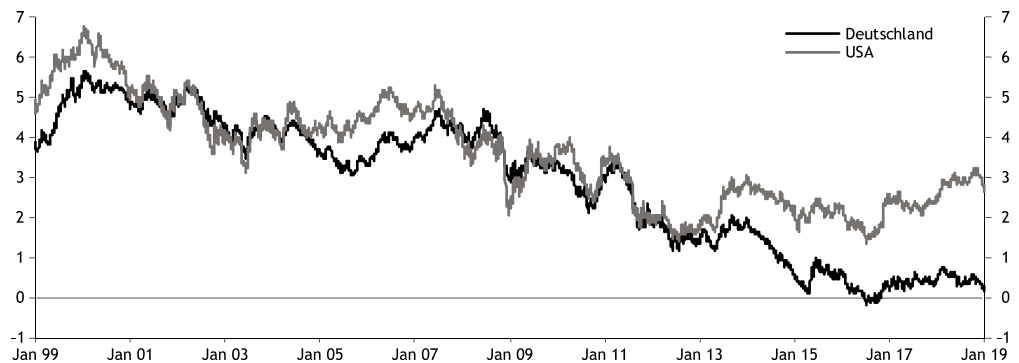
In %. Quelle: Bloomberg.

Zinsschere öffnet sich weiter

2. Zinsen: Konjunkturdelle und „Flucht in Sicherheit“ verhindern die Zinswende

Bei den Marktzinsen hat sich 2018 die Schere zwischen den USA und Europa weiter geöffnet. In den USA stiegen die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen von 2,4 % am Jahresbeginn auf zwischenzeitlich über 3,2 %. Zum Jahresende lag der Zins bei rund 2,7 % und damit immer noch deutlich höher als zwölf Monate zuvor. In Europa hingegen ließ die Zinswende weiter auf sich warten. Anfangs sah es noch so aus, als wäre der Durchbruch nach oben geschafft, als die Zinsen für zehnjährige Bundesanleihen von rund 0,4 % auf fast 0,8 % stiegen. Doch der Höhenflug dauerte nicht lange. Mit der schwächeren Konjunktur und den verschiedenen Krisen bzw. Störfeuern (Türkei, Italien, Brexit, Handelskriege) setzte mal wieder die „Flucht in Sicherheit“ ein und drückte die Zinsen mehrfach Richtung 0,3 % oder sogar darunter.

Abb. 21: Deutschland und USA - Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



In %. Quelle: Bloomberg.

*US-Staatsanleihen: kaum
Luft nach oben*

Wie geht es weiter? In den USA ist die Zinskurve inzwischen sehr flach: Der Abstand zwischen 3-Monats-Sätzen und zehnjährigen Anleihen ist auf unter 40 Basispunkte gefallen. Schon macht die Diskussion über eine mögliche inverse Zinsstruktur, bei der die kurzfristigen über die langfristigen Renditen steigen, die Runde. Auch deshalb wird die Fed geldpolitisch behutsam vorgehen, um der Diskussion keine neue Nahrung zu geben. Am langen Ende sehen wir nicht mehr viel Luft nach oben. Zum Jahreswechsel 2019/20 erwarten wir die Rendite der US-Staatsanleihen bei 3,2 % und damit auf dem Niveau, das vor dem letzten Rücksetzer im November 2018 bereits erreicht war.

*Moderater Zinsanstieg
in Europa*

Für Europa halten wir an unserem Ausblick fest: Die Renditen werden moderat steigen. Wegen der genannten Sonderfaktoren waren Bundesanleihen im vergangenen Jahr wieder gesucht, sodass der Zins nicht dauerhaft steigen konnte. Mit steigender Risikoaversion wird sich dieser Trend umkehren und die Zinsen werden zulegen. Hinzu kommt das Ende der Anleihekäufe durch die EZB. Damit entfällt ein größerer Nachfrager, der die Anleihekurse in den letzten Jahren getrieben und die Zinsen gedrückt hat. Trotz des aufwärtsgerichteten Zinsausblicks bleiben wir dabei, dass die Realzinsen noch mehrere Jahre auf sehr niedrigem Niveau verharren werden. Strukturelle Gründe sprechen gegen einen allzu dynamischen Zinsanstieg. Die kurzfristig eingetrübten Wachstumsaussichten sind ein weiterer Grund für begrenztes Aufwärtspotenzial im Jahr 2019. Mehr als 0,8 % für zehnjährige Bundesanleihen sind in diesem Jahr nicht zu erwarten.

III. Währungen: Im Bann der (politischen) Störfälle

(Dr. Jörn Quitzau)

Im Jahr 2018 hat sich eine Risikokonstellation zusammengebraut, von der die Konjunktur in der Eurozone vergleichsweise hart getroffen wurde. Folglich gab es am Devisenmarkt immer wieder Rückschläge für den Euro. Im vierten Quartal stand die Gemeinschaftswährung noch einmal erheblich unter Druck. Von 1,16 US-Dollar je Euro sank der Wechselkurs zeitweilig bis fast 1,12. Insbesondere der Konflikt um die italienische Haushaltspolitik belastete die Gemeinschaftswährung. Das von uns eigentlich erwartete Euro-Comeback wird sich deshalb wohl weiter hinauszögern, bis sich die Situation um Italien, die Türkei, den Brexit und die US-Handelspolitik Stück für Stück beruhigt hat. Da wir erwarten, dass die Konjunktur im Frühling wieder Fuß fasst, dürfte sich dann auch das Bild für den Euro allmählich wieder aufhellen. Zum Ende des ersten Halbjahres sehen wir den Wechselkurs Richtung 1,18 US-Dollar je Euro steigen. Im weiteren Jahresverlauf könnte die Gemeinschaftswährung die Hürde von 1,20 US-Dollar je Euro erneut überspringen.

*Euro von vielfältigen Krisen
besonders betroffen*

Abb.22: Handelsgewichteter Euro



In Punkten. Quelle: Bloomberg.

1. US-Dollar: Der Wind dreht sich langsam gegen den Dollar

Mit Blick auf die oben skizzierten Zinsperspektiven dürfte der US-Dollar seine stärkste Phase hinter sich haben. Während die Märkte die geldpolitische Zurückhaltung der Europäischen Zentralbank bereits antizipiert haben, könnte die amerikanische Notenbank Fed die Märkte mit ihrer Geldpolitik überraschen, die wohl weniger restriktiv ausfallen wird, als viele Beobachter dies bisher noch erwarten. Und da auch bei den US-Marktzinsen nicht mehr viel Platz nach oben ist, geht dem US-Dollar etwas Rückenwind verloren.

*Zinsausblick spricht gegen
weiteren Höhenflug des
US-Dollars*

Der Ausgang des Handelsstreits zwischen den USA und China und dessen Einfluss auf die Weltkonjunktur wird den Dollarkurs ebenfalls bewegen. Zusammen mit den vielen anderen Risiken, von denen die Welt im Jahr 2018 heimgesucht wurde, ergab sich eine Gemengelage, die dem Dollar einmal mehr Attraktivität verliehen hat. Auf den Dollar als sicheren Anlagehafen ist Verlass. In unserem Basisszenario erwarten wir jedoch ein schrittweises Abklingen der Risiken. Wenn die Marktakteure wieder bereit sind, höhere Risiken einzugehen, würde Kapital wieder vermehrt aus den USA herausfließen und damit den Dollarkurs schwächen.

*Hält der „Safe-Haven“-
Status den Dollarkurs
weiter hoch?*

Abb. 23: Euro in US-Dollar



Quelle: Bloomberg.

*Wahrscheinlich wird
der Dollar nachgeben*

Insgesamt zeigt sich: Was für den US-Dollar spricht – höhere Zinsen, sicherer Anlagehafen –, ist bereits im Dollarkurs enthalten. Es bräuchte deshalb neue Krisen oder positive Überraschungen auf der US-Zinsseite, um den Dollar weiter nach oben zu treiben. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass der Dollar einen Teil seiner Stärke im Jahresverlauf verlieren wird.

*Schuldenproblematik:
Wiedervorlage 2020*

Auch in diesem Jahr möchten wir zumindest erwähnen, dass die hohen Staatsschulden von über 100 % des BIP in Kombination mit anhaltend hohen Haushaltsdefiziten von über 3 % des BIP das Vertrauen in die amerikanische Währung langfristig beschädigen könnten. Es ist nicht ausgeschlossen, dass die Finanzmärkte eines Tages die Rückzahlungsfähigkeit des amerikanischen Staates infrage stellen. Wir sehen das aber nicht als Thema für 2019. Neben der Sonderstellung im globalen Finanzsystem, die den USA vergleichsweise hohe Staatsschulden ermöglicht, ist die US-Konjunktur noch zu robust, um solchen Diskussionen ausreichend Nährboden zu geben. Wie schon im Vorjahr kommt dieses Thema in die Wiedervorlage für 2020 oder 2021.

2. Schweizer Franken: Rückschlag auf dem Weg zurück zur Normalität

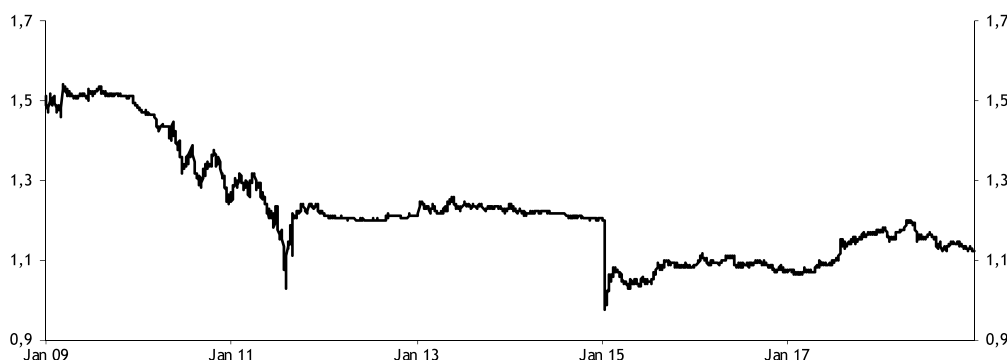
*Franken wieder als sicherer
Anlagehafen gefragt*

Auch der Schweizer Franken machte seinem Ruf als sicherer Anlagehafen zuletzt wieder alle Ehre. Als die Konjunktur in der Eurozone im Frühjahr 2018 rundlief, konnte der Euro erstmals seit Januar 2015 auf 1,20 Franken je Euro steigen. Es sah so aus, als würde sich der Wechselkurs allmählich wieder normaleren, fundamental eher gerechtfertigten Niveaus nähern können. Doch mit der eingetrübten Konjunktur und den sinkenden Aktienkursen schlug wieder die Stunde des Schweizer Frankens. Zeitweilig fiel der Eurokurs bis auf 1,12 Franken je Euro und auch zum Jahreswechsel stand der Kurs nur wenig höher. Die anderen Einflussfaktoren für den Wechselkurs werden von der „Safe-Haven“-Thematik überlagert.

Die Schweizer Währung dürfte Anfang 2019 vorerst weiter von der fragilen Situation in Politik und Wirtschaft profitieren. In unserem Basisszenario klingen die Krisen nach und nach ab und die Dynamik der internationalen Konjunktur nimmt dadurch wieder etwas zu. Folglich würde mit zunehmender Risikobereitschaft Kapital aus dem Franken abfließen. Wir erwarten allerdings, dass der Euro erneut nur mühsam von der Stelle kommt. Eine Rückkehr zur Marke von 1,20 Franken je Euro sehen wir erst Ende 2019.

EUR/CHF-Kurs dürfte sich ganz langsam wieder normalisieren

Abb. 24: Euro in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg.

3. Britisches Pfund: Brexit überlagert alles

Der Jahreswechsel 2018/19 ist keine gute Zeit, um für das Britische Pfund eine Einschätzung abzugeben. Das Hin und Her in Sachen Brexit macht Prognosen über die Wechselkursentwicklung nahezu unmöglich. Für das Jahr 2018 hatten wir prognostiziert, dass sich der Wechselkurs unterhalb der Marke von 0,90 Pfund je Euro einpendeln würde. Abgesehen von ganz kurzen Ausreißern haben wir damit gut gelegen. Sofern ein harter Brexit erwartungsgemäß vermieden wird, sehen wir das Pfund etwas stärker und die europäische Gemeinschaftswährung auf 0,87 Pfund je Euro sinken.

Pfund-Prognosen verbieten sich im Brexit-Gewirr

Abb. 25: Euro in Britischem Pfund



Quelle: Bloomberg.

Sollte sich unsere moderat optimistische Prognose, es werde keinen harten Brexit geben, nicht bewahrheiten, wird das Pfund unter erheblichen Druck kommen. Einen Vorgeschmack gab es Mitte Dezember, als sich Premierministerin Theresa May einem Misstrauensvotum ihrer Partei unterziehen musste. Im Vorfeld sackte der Pfundkurs

Bei hartem Brexit droht dem Pfund ein Absturz

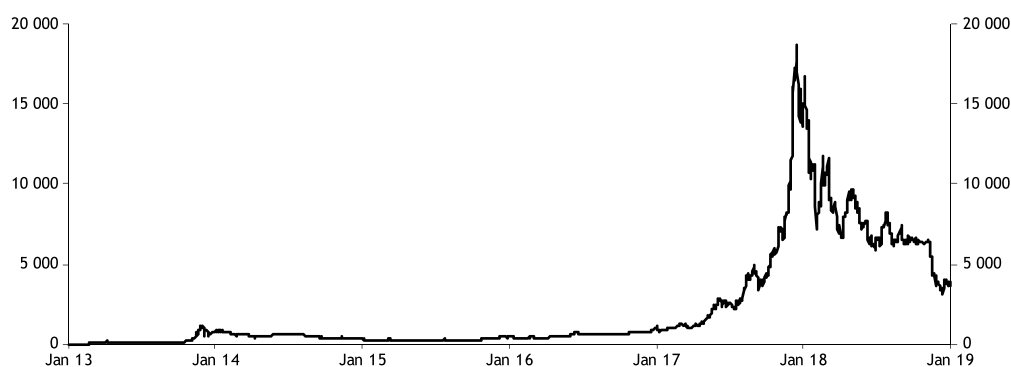
ab, der Euro stieg bis zur Marke von 0,91. Nachdem Theresa May das Misstrauensvotum überstanden hatte, erholte sich die britische Währung. Angesichts des florierenden Arbeitsmarktes und ordentlicher Lohnzuwächse müsste die Bank of England eigentlich die Leitzinsen erhöhen und ihre Geldpolitik normalisieren. Das Pfund würde entsprechend Auftrieb erhalten. Solange die Entscheidung über den Brexit noch nicht gefallen ist, wird die Notenbank aber im „Wait-and-see“-Modus bleiben.

4. Kryptowährungen: Bitcoin - der Absturz des Jahres

Absturz nach Höhenflug

Die aufregendste Währungsgeschichte des Jahres 2018 fand abseits der etablierten Devisenmärkte statt. Kurz vor dem Jahreswechsel 2017/18 hatte der Bitcoin einen Preis von fast 20 000 US-Dollar erreicht und somit innerhalb eines Jahres einen sagenhaften Kurszuwachs von fast 1 900 % verzeichnet. Schon im Januar 2018 begann jedoch ein rasanter Kurssturz bis unter 10 000 US-Dollar. Im Jahresverlauf ging der Preisverfall mit reduziertem Tempo weiter. Im Dezember fiel der Bitcoin-Kurs auf ein Jahrestief bei knapp 3 200 US-Dollar, bevor eine leichte Erholung einsetzte.

Abb. 26: Bitcoin in US-Dollar



In US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

*Preissturz passt zu
fundamentalen Zweifeln*

Auch wenn seriöse Prognosen für dieses neue Marktsegment noch immer kaum möglich sind, fühlen wir uns in unserer skeptischen Sicht auf die Kryptowährungen bestätigt. Die Kursexplosion im Jahr 2017 war spekulativ getrieben. Fundamentale Gründe für den Höhenflug gab es kaum: Als Zahlungsmittel haben sich Kryptowährungen bisher nicht durchsetzen können. Mit über 2 000 weiteren Kryptowährungen hat der Bitcoin so viel Konkurrenz, dass das ursprüngliche Argument der Unvermehrbarkeit nicht mehr trägt. Hinzu kommen regulatorische Rückschläge und Streitigkeiten innerhalb der Bitcoin-Community. Auch nach den vielen negativen Nachrichten und dem drastischen Kursverfall lässt sich nicht sagen, welchen Weg der Bitcoin im nächsten Jahr gehen wird. Ein weiterer Preisrückgang ist ebenso möglich wie ein moderates Comeback. Scharfe Abstürze mit anschließenden Erholungen hat es in der Vergangenheit bereits gegeben, zum Beispiel im Jahr 2013. Ziemlich sicher ist nur, dass sich eine Kursexplosion wie 2017 im Jahr 2019 nicht wiederholen wird.



KAPITALMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2019
USA	10 Jahre	2,62	3,20
Europa*	10 Jahre	0,17	0,80
Großbritannien	10 Jahre	1,21	2,30
Währungen			
USA	EUR/USD	1,13	1,21
Europa	EUR/CHF	1,12	1,20
Großbritannien	EUR/GBP	0,90	0,87
Aktien			
USA	S&P 500	2 510	2 950
Europa	DAX	10 580	12 600
	EURO STOXX 50	2 993	3 500
	MSCI UK	1 949	2 200

* Bundesanleihen. Quellen: Bloomberg, Berenberg.