



# Weltwirtschaftlicher Ausblick - Kurzfassung

## Tauziehen – nicht nur in der Handelspolitik

1. August 2018

### Makroprognosen



Welt

- Das Wachstum hat sich in den vergangenen Monaten verlangsamt, ruht jedoch weiterhin auf einer breiten Basis. Den jüngsten Daten zufolge hat sich der Trend stabilisiert. In den meisten wichtigen Volkswirtschaften liegt die derzeitige Wachstumsrate über der Trendwachstumsrate. Wir erwarten für 2018 einen Anstieg der Wachstumsrate der Weltwirtschaft auf 3,9% (d.h. etwas mehr als 2017), da die Fundamentaldaten die Konjunktur weiterhin stützen. Mittelfristig erwarten wir einen Rückgang der Wachstumsrate Richtung Trendwachstumsrate.
- Das Risiko eines Handelskriegs, der größere Verwerfungen mit sich bringen würde, ist gestiegen; US-Politiker drohen sogar mit weiteren Zollerhöhungen. Die ausländischen Handelspartner reagieren mit Vergeltungsmaßnahmen. Eine weitere Eskalation könnte über höhere Kosten, eine Eintrübung der Stimmung und restriktivere Finanzierungsbedingungen merkliche Makroauswirkungen haben.
- Die Konjunktur in Europa und den USA läuft weiter auseinander. Während sich das Wachstum in Europa spürbar verlangsamt hat, wird das US-Wachstum durch fiskalpolitische Impulse und kräftige Fundamentaldaten gestützt.



USA

- Die Jahreswachstumsrate dürfte sich in diesem Jahr auf 2,9% beschleunigen, getrieben durch Steuersenkungen und höhere Staatsausgaben.
- Die zuletzt überdurchschnittliche US-Entwicklung geht auf die vergangene Dollar-Abwertung zurück. Angesichts der jüngsten Dollar-Aufwertung dürfte sich aber das US-Wachstum im Vergleich zu anderen Ländern künftig verlangsamen.
- Die konjunkturelle Dynamik bleibt sehr kräftig und stützt unsere über dem Konsens liegenden Wachstumserwartungen für dieses Jahr. Die Finanzmarktbedingungen bleiben trotz der jüngsten Kursausschläge und der Dollar-Aufwertung akkommodierend.
- Die jüngsten Lohn- und Preisdaten unterstützen unsere Erwartung, dass die Inflation in diesem Jahr überraschend hoch ausfallen dürfte. Die Arbeitslosigkeit sinkt und die freien Kapazitäten sind begrenzt, sodass das Wachstum in diesem und im kommenden Jahr zunehmend die Inflation ankurbeln dürfte.



Euroraum

- In diesem Jahr dürfte die Wirtschaft im Euroraum um 2,1% wachsen, d.h. etwas langsamer als im beeindruckenden Jahr 2017. Die Dynamik hat sich in den vergangenen Monaten abgeschwächt, liegt aber weiterhin deutlich über dem von uns geschätzten Potenzialwachstum (ca. 1,0%). Das Risiko eines Handelskriegs, der zu größeren Verwerfungen führen könnte, ist vorhanden; u.a. haben die USA mit höheren Zöllen auf Autoexporte aus der EU gedroht, was bei einer Umsetzung die Stimmung und das Wachstum belasten würde. Weitere Abwärtsrisiken gehen von Italien aus, wenn ab Q4 2018 mit der EU über den Haushalt für 2019 diskutiert wird. Die günstige Entwicklung des Kreditzyklus stellt ein gewisses Aufwärtsrisiko dar.
- Die moderate Wachstumsverlangsamung unterstützt unsere Auffassung, dass das zuletzt verzeichnete hohe Wachstumstempo nicht dauerhaft tragfähig ist. In den Daten zeigen sich bereits Kapazitätsengpässe und in der ersten Jahreshälfte wirkte sich auch die ungünstige Witterung aus.



## Tauziehen – nicht nur in der Handelspolitik

- Die zugrundeliegenden Fundamentaldaten sprechen für eine über der Trendrate liegende Erholung in H2 2018. Dies ergibt sich aus den jüngst veröffentlichten Makrodaten, der Erholung der Stimmungsindikatoren sowie dem Ausrüstungsinvestitions- und Arbeitsmarktzyklus, die sämtlich auf ein besseres Verbraucher- und Geschäftsvertrauen hindeuten.



China

- Chinas Wirtschaftswachstum sollte sich in diesem Jahr auf 6,6% verlangsamen. Die Fiskalpolitik wurde zuletzt restriktiver, nachdem sie das Wachstum in der ersten Jahreshälfte gestützt hatte.
- Die Geldpolitik dürfte weiter zur Konjunkturstützung eingesetzt werden, wodurch sich der Wechselkurs aufgrund der Zinsdifferenz abschwächen sollte. Der Yuan dürfte in diesem Jahr und 2019 weiter abwerten.
- Im Handelskonflikt mit den USA haben sich die Aussichten verschlechtert. Die bereits angekündigten Maßnahmen dürften das Wachstum in diesem Jahr nur geringfügig dämpfen. Falls jedoch weitere Exporte wie vorgeschlagen mit Zöllen belegt werden, ist mit spürbaren negativen Makroauswirkungen zu rechnen. Als Reaktion darauf dürften die Behörden ihre Politik aggressiver lockern.



Schwellenländer

- Das Wachstum und die Inflation in den Schwellenländern beschleunigen sich. Allerdings bestehen weiterhin hohe Risiken aufgrund des starken Dollars, höherer US-Zinsen, des potenziellen Handelskonfliktes und der Rücknahme der lockeren Zentralbankpolitik. Bisher haben sich die Schwellenländer trotz des Marktdrucks als widerstandsfähig erwiesen.
- Verschiedene Faktoren belasten den Wachstumsausblick: Spannungen in der Handelspolitik, Wahlen in mehreren Schwellenländern, Kapitalabflüsse und nur begrenzte positive Auswirkungen vom Investitionszyklus in den Industrieländern.
- Das Wachstum in den Schwellenländern verläuft nicht mehr so synchron. Die asiatischen Länder sind im Zyklus am weitesten fortgeschritten und anfälliger für das Risiko eines Handelskriegs. Im Raum EMEA und in Lateinamerika spielen landesspezifische Risiken eine größere Rolle. Insgesamt befinden sich die lateinamerikanischen Länder jedoch in einer schwächeren Position; vor allem Venezuela, Argentinien und Brasilien stehen unter dem größten Druck.

### Geldpolitik

- Fed: Wir erwarten 2 weitere Zinsschritte in diesem Jahr (d.h. insgesamt 4) sowie 4 weitere Zinserhöhungen 2019
- EZB: Reduzierung der QE auf EUR 15 Mrd. pro Monat in Q4 und Beendigung im Dez. 2018; erste Anhebung des Einlagensatzes um 20 Bp. im Sep. 2019
- BoJ: Dieses Jahr keine Veränderung der Zielrenditen für die Renditekurvenkontrolle, weitere Reduzierung der JGB-Käufe
- BoE: Opportunistischer, einmaliger Zinsschritt im August, sofern sich die politischen Risiken nicht verschärfen
- PBoC: Kursänderung hin zu einer Lockerung; noch eine Senkung der Mindestreservanforderungen im weiteren Jahresverlauf 2018, drei weitere Schritte im Jahr 2019
- Schwellenländer: Reflation und allmähliche Straffung der Geldpolitik. Zentralbanken zunehmend auf unterschiedlichem Kurs

### Wichtige Abwärtsrisiken

- Eskalation des Handelskonflikts zwischen wichtigen Handelspartnern (USA, China, Kanada, EU) würde Weltwirtschaft aus dem Tritt bringen
- Politische Unsicherheiten in Europa (Brexit, Haushalt in Italien) führt zu höherer Finanzmarktvolatilität
- Stärkerer US-Dollar zwingt Anleger zur Auflösung von Positionen in Schwellenländern; führt zu einem überschießenden Ausverkauf



## Tauziehen – nicht nur in der Handelspolitik

|                 |  |
|-----------------|--|
|                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Rezession: deutliche Korrektur am Finanzmarkt führt zu geringerer Liquidität und kann Konjunkturverlangsamung/Rezession auslösen</li> </ul>   |
| Schlüsselthemen | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Handelskrieg: Die zunehmenden handelspolitischen Spannungen im vergangenen Monat sind für die Märkte das Hauptthema. Die US-Regierung hat eine Reihe protektionistischer Maßnahmen ergriffen und scheint in nächster Zeit weitere Schritte in dieser Richtung unternehmen zu wollen. Rhetorische Aufrüstung in jüngster Zeit, vor allem zwischen USA und China; EU-Politiker wollen verhandeln, um Eskalation zu vermeiden. Weitere Eskalation dürfte Vertrauen schmälern und das Wachstum stärker dämpfen. Wir gehen nicht davon aus, dass die USA zurückstecken; eine weitere Eskalation ist höchst wahrscheinlich.</li> <li>— Währungskrieg: Spannungen in der Handelspolitik schlagen sich vor allem an Devisenmärkten nieder (z.B. Abwertung des chinesischen Yuan); Extremrisiko eines Währungskriegs wieder aufgetaucht.</li> <li>— Brexit: Großbritannien scheint sich auf „weichen Brexit“ zuzubewegen; Klarheit über die Entwicklung erst im weiteren Jahresverlauf. Premierministerin May dürfte sich im Sommer durchwursteln.</li> <li>— Verringerung der Wachstumsdynamik: Globale Makrodynamik hat sich in diesem Jahr abgeschwächt, bleibt jedoch kräftig und spricht für weiterhin robustes BIP-Wachstum. Wir rechnen 2019 mit einer Wachstumsverlangsamung.</li> </ul> |

### Marktprognosen

|                      |  |
|----------------------|--|
| Marktstimmung        | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Märkte werden weiterhin durch gute Makro-Fundamentaldaten gestützt</li> <li>— Wir halten an unseren strategischen Auffassungen fest, wenngleich sich die Abwärtsrisiken durch die Handelspolitik merklich erhöht haben</li> </ul>   |
| Aktien               | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Optimistisch für US-Aktien. Gewinne sind hoch, zugrundeliegendes Wachstum ist robust, Gewinnmargen steigen weiter an, Rückkäufe dürften dieses Jahr Höchststände erreichen</li> <li>— Fundamentaldaten deuten insgesamt nicht auf ein Ende des Zyklus hin</li> </ul>  |
| Staatsanleihen       | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Strategisch pessimistisch. Die Fed dürfte ihre Geldpolitik weiter straffen, das US-Finanzministerium das Angebot an Staatsanleihen erhöhen, der Laufzeitaufschlag ansteigen, und die Nachfrage durch Pensionsfonds schwächer werden</li> <li>— Für Europa bleiben wir pessimistisch. QE läuft aus, und die Spreads der Peripherieländer könnten im weiteren Jahresverlauf anfällig werden, wenn politische Risiken wieder auftreten</li> </ul>                |
| Devisen              | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Kurzfristig sind die Risiken ausgeglichen, strategisch rechnen wir mit einem schwächeren Dollar über das kommende Jahr angesichts der ungünstigeren Kapitalflüsse</li> <li>— Derzeit neutral für den Euro. Wachstumsdynamik sollte sich erholen, EZB will jedoch die Zinsen vor Ende des Sommers 2019 nicht anheben</li> <li>— Neutral für den Yen. Japanische Anleger scheinen dazu bereit zu sein, Käufe ausländischer Vermögenswerte zu erhöhen</li> </ul> |
| Unternehmensanleihen | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Taubenhafte EZB-Äußerungen stützen Credit Spreads in Europa; allerdings bleiben die mit der Handelspolitik, den aggressiveren Zinsanhebungen der Fed und der europäischen Politik verbundenen Abwärtsrisiken bestehen</li> </ul>  |
| Schwellenländer      | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Wachstum bleibt wichtigster Treiber, aber zunehmende Differenzierung; Ausblick gedämpft durch Handelskonflikte, Kapitalabflüsse etc.</li> <li>— Erholung von Schwellenländer-Vermögenswerten kommt zum Stillstand; pessimistische Tendenz bei hoch verzinslichen Schwellenländer- und asiatischen Währungen</li> </ul>  |



## Tauziehen – nicht nur in der Handelspolitik

- Öl
- Wir erwarten kurzfristig einen Ölpreisanstieg (auf USD 80 zum Jahresende), bevor sich in den kommenden Jahren ein neues Gleichgewicht einpendelt. Angebotsausblick wird durch geringe Investitionen in den vergangenen Jahren gedämpft und die US-Sanktionen gegenüber Iran verringern das globale Angebot weiter
  - Nachfrage steigt bei robustem globalem Wachstum weiter an

### BIP-Wachstum (%)

|                | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P |
|----------------|------|------|-------|-------|
| Global         | 3,2  | 3,8  | 3,9   | 3,8   |
| USA            | 2,3  | 2,9  | 2,8   | 1,7   |
| Euroraum       | 2,5  | 2,1  | 1,7   | 1,3   |
| Deutschland    | 2,2  | 2,0  | 1,8   | 1,2   |
| Japan          | 1,7  | 0,8  | 0,5   | 0,2   |
| Großbritannien | 1,7  | 1,3  | 1,6   | 1,5   |
| China          | 6,9  | 6,6  | 6,3   | 6,0   |

### Wichtige Marktkennzahlen

|                        | Aktuell | Q3-18 | Q4-18P | Q2-19P |
|------------------------|---------|-------|--------|--------|
| US 10J-Renditen (%)    | 2,94    | 3,25  | 3,50   | 3,60   |
| EUR 10J-Renditen (%)   | 0,39    | 0,60  | 0,90   | 1,05   |
| EUR/USD                | 1,17    | 1,17  | 1,20   | 1,25   |
| USD/JPY                | 111     | 105   | 102    | 99     |
| S&P 500                | 2,820   | N/V   | 3,000  | N/V    |
| Stoxx 600              | 387     | N/V   | 395    | N/V    |
| Gold (USD/oz)          | 1,233   | 1,280 | 1,210  | 1,240  |
| Oil WTI (USD/Barrel)   | 69      | 74    | 74     | 70     |
| Oil Brent (USD/Barrel) | 74      | 80    | 80     | 77     |

Aktuelle Preise vom 25.07.2018

### Leitzinsen (%)

|                | Aktuell   | 2017      | 2018P     | 2019P     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| USA            | 1,75-2,00 | 1,25-1,50 | 2,25-2,50 | 3,25-3,50 |
| Euroraum       | 0,00      | 0,00      | 0,00      | 0,25      |
| Japan          | -0,10     | -0,10     | -0,10     | -0,10     |
| Großbritannien | 0,50      | 0,50      | 0,75      | 1,00      |
| China          | 1,50      | 1,50      | 1,50      | 1,50      |
| Indien         | 6,25      | 6,00      | 6,50      | 6,75      |

Original in englischer Sprache: 25.07.2018

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.