

Deutsche Bank

Chief Investment Officer

Blickpunkt Budget 2019

Werbemittel



Inhalt

Vorwort	2
Themenschwerpunkte	4
Quo Vadis Welthandel	4
Das Jahr des Brexits	7
Weltkonjunktur 2019 im Blick	10
Im Allgemeinen	10
Industrieländer	10
Schwellenländer	11
Rohstoffe	11
Zentralbanken	12
Währungen	12
Regionen im Blickfeld	13
Deutschland	13
Euroland	16
USA	19
Japan	22
Großbritannien	25
Schweiz	28
Skandinavien	31
Dollar-Block	33
China	35
Indien	38
Osteuropa	40
Russland	42
Türkei	44
Finanzmarktprognosen	46
Glossar	47
Wichtige Hinweise	48

Vorwort



Stefan Bender

Leiter Firmenkunden Deutschland

Das Ziel, die Marktposition zu festigen und zu stärken, ist eine herausfordernde Aufgabe, die auf der Agenda vieler unserer mittelständischen Kunden zu finden ist. Dabei gilt es gewisse strategische Entscheidungen schon heute zu treffen, um auch für das nächste Jahr potentielle Chancen und Risiken zu identifizieren und erfolversprechende Handlungsalternativen umzusetzen. Unsere Publikation

„Blickpunkt Budget 2019“, die wir gemeinsam mit Dr. Ulrich Stephan, Chef-Anlagestrategie für Privat- und Firmenkunden, und seinem Team erstellt haben, soll Ihnen als Orientierungshilfe dienen. Nutzen Sie die fundierten Informationen als Ansatzpunkte zur strategischen Planung für das kommende Jahr. Ein Jahr voller Herausforderungen neigt sich dem Ende zu und ein neues Jahr voller neuer Agendapunkte dürfte bald beginnen. Wie jedes Jahr können Sie sich darauf verlassen, dass wir Ihnen bei der Bewältigung von Herausforderungen mit Engagement, Erfahrung und Expertise zur Seite stehen, um den Erfolg des deutschen Mittelstands zu gewährleisten.

Abschließend möchte ich mich an dieser Stelle noch bei Ihnen allen für das entgegengebrachte Vertrauen und Ihre Verbundenheit bedanken. Auf die weitere Zusammenarbeit freue ich mich und wünsche Ihnen viel Erfolg bei Ihren Vorhaben im Jahr 2019.



Dr. Ulrich Stephan

Chef-Anlagestrategie für Privat- und Firmenkunden

Die globale Konjunktur zeigt sich 2018 bisher robust. Das erwartete Wirtschaftswachstum in den USA beträgt rund 3 Prozent, in der Eurozone rund 2 Prozent und in China deutlich über 6 Prozent erwartet. Trotz dieser insgesamt guten Zahlen belasten aktuell zahlreiche Unsicherheitsfaktoren die Stimmung. Insbesondere die Handelsstreitigkeiten ausgehend von der US-Regierung und die Brexit*-Verhandlungen sorgten für Sorgenfalten bei Ökonomen und unter Investoren. Darüber hinaus werden die wirtschaftliche Lage und die Haushaltspolitik Italiens nach wie vor als Risiko gesehen. Diese Herausforderungen scheinen jedoch lösbar, denn in der Politik besteht wie immer Potenzial für Kompromisse. Die Konjunktur könnte sich durchaus weiterhin prächtig entwickeln.

2019 könnte ein bedeutendes Jahr für die Zentralbanken werden. Vor dem Hintergrund der soliden Konjunktur hat die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) den Pfad der ultralockeren Geldpolitik bereits verlassen. Die Europäische Zentralbank (EZB) folgt zeitversetzt und befindet sich ebenfalls auf dem Weg zur Normalisierung. Dies sollte großen Einfluss auf Zinsen und Währungen haben. Die schrittweise Anpassung der Leitzinsen durch Fed und EZB könnte entscheidend für die weitere Entwicklung des Währungspaares Euro / US-Dollar sein. In diesem Umfeld liegen die historischen Tiefstände bei Zinsen wahrscheinlich hinter uns. In 2019 dürfte sich die Verzinsung 10-jähriger US-Staatsanleihen bei über 3 Prozent einpendeln. Die Zinsen deutscher Pendanten könnten sich um die 1-Prozent-Marke bewegen. In jedem Fall werden Schwankungen voraussichtlich eher zu statt abnehmen.

Herzlichst,

Stefan Bender

Dr. Ulrich Stephan

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen

Themenschwerpunkte

Quo Vadis Welthandel

- Die USA haben einen weltweiten Handelsstreit vom Zaun gebrochen
- Bisher waren auch traditionelle Freunde betroffen, eine Lösung scheint aber möglich
- Mit China ist es schwieriger, das Handelsdefizit ist nicht das einzige Problem
- Bisherige volkswirtschaftliche Auswirkungen sind gering, aber sie werden größer
- Eine Eskalation wird nicht erwartet, eine schnelle Lösung aber auch nicht

435 Milliarden US-Dollar an Zöllen implementiert – 526 Milliarden US-Dollar noch in Diskussion

Inzwischen hat man sich schon fast daran gewöhnt. Der Handelsstreit geht weiter, die letzten Ankündigungen brachten das Gesamtvolumen an Waren, die in diesem Jahr neu mit Zöllen belegt wurden auf 435 Mrd. USD. Zuletzt stellten die USA Waren aus China im Wert von rund 187 Mrd. USD unter Strafzölle von 10% (25% ab dem 01.01.2019). Die Chinesen reagierten mit Zöllen von 5% bis 10% auf US-Importe im Wert von 60 Mrd. USD. Zudem wurde bereits angedroht, auch die restlichen China-Importe zu besteuern (weitere 267 Mrd. USD). Hinzu kommen die Strafzölle auf Autos und Autoteile, die ebenfalls immer noch im Raum stehen. Hiervon wären Waren im Wert von 350 Mrd. USD betroffen, davon allein 30 Mrd. USD aus Deutschland. Nach den Strafzöllen auf Solarpaneele und Waschmaschinen aus China, Stahl und Aluminium und den ersten 50 Mrd. USD an Strafzöllen gegen China, befindet sich der Welthandel nun an einem Scheidepunkt.

Einigungen scheinen möglich, zumindest mit NAFTA, der EU und Japan

Dabei sind die USA durchaus an einer konstruktiven Lösung interessiert. Das zeigt ihr Umgang mit Mexiko und Kanada. Mit dem südlichen Nachbar hat man sich auf eine neue Version des North American Free Trade Agreement (NAFTA) geeinigt, mit Kanada liegt man gerade in den letzten Zügen der Verhandlung. Geplant ist ein Abschluss bis Ende September (nach Redaktionsschluss), um dem US-Kongress den neuen Gesetzestext am 1. Oktober vorlegen zu können. Dieser hat 60 Tage Zeit zur Prüfung, bevor er am 30. November von den Staatschefs unterschrieben werden soll. Dies ist dem mexikanischen Präsidenten Peña Nieto besonders wichtig. Denn am 1. Dezember wird sein Nachfolger Andrés Manuel López Obrador (AMLO) im Amt vereidigt. Auch mit der EU ist man in eine konstruktive Verhandlung getreten. Mögliche Zölle auf Autos sind momentan auf Eis gelegt. Ebenso scheint man ernsthaft mit Japan zu verhandeln, ohne eine erneute Androhung weiterer Strafzölle.

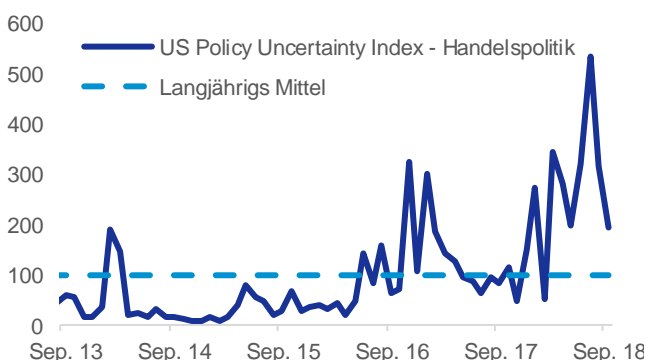
Bei China könnte es schwieriger werden

Mit Blick auf China scheint die Gemengelage allerdings schwieriger. Zwar wird als Argument von Seiten der USA immer wieder hervorgebracht, dass die bilaterale Handelsbilanz stark negativ sei. Kommentare mit Bezug auf geistiges Eigentum und technologische Vorherrschaft zeigen allerdings, dass es den Amerikanern um mehr gehen könnte, als nur um den Handel. In naher Zukunft gilt es zunächst zwei Termine im Auge zu behalten. Am 6. November stehen in den USA die Midterm-Elections* an. Nach den momentanen Umfragen droht den Republikanern der Verlust des Unterhauses. Will Donald Trump bis dahin noch einen „Sieg“ präsentieren, um die Wähler der Republikaner zu motivieren, müssten sich die USA und China bald einigen. Der zweite Termin ist der 1. Januar 2019, wenn sich der Strafzollsatz der letzten Tranche von 10% auf 25% erhöht. Eine erneute Reaktion der Chinesen könnte den Streit wieder eskalieren. Andererseits stellt der Stichtag auch eine Motivation für beide Parteien dar, sich noch in diesem Jahr zu einigen.

Dass man nichts merkt, heißt nicht, dass es keine Auswirkungen gibt

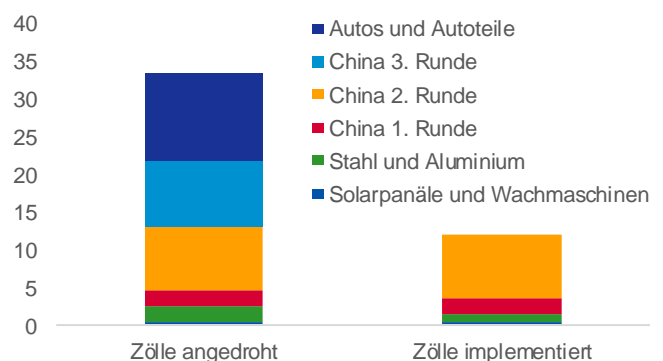
Die Stimmung in dem ein oder anderen Land und Industriezweig hat sich eingetrübt, insbesondere bei den deutschen Autobauern. Ansonsten vermisst man bisher signifikante Auswirkungen des Handelsstreits. Das liegt einerseits daran, dass bisher nur rund 3% der global gehandelten Waren von den Zöllen betroffen sind. Der durchschnittliche Zollsatz auf Importe in die USA ist bisher gerade einmal von 1,7% zum Jahresstart auf 3,0% gestiegen. Andererseits ist es für schwerwiegende Auswirkungen aber auch noch zu früh. Zollankündigungen haben bei Exporten nämlich zum Teil zu verzerrten Daten geführt. So stiegen die chinesischen Exporte bestimmter Warengruppen in die USA im Juli im Vorfeld der ab August erhobenen Strafzölle um bis zu 40% gegenüber dem Vorjahr an. Bei Produktgruppen, die bereits mit Strafzöllen belegt sind, kann man hingegen die Rückgänge deutlich sehen. Bei den aggregierten Zahlen gleichen sich die Rückgänge und Anstiege jedoch aus, sodass hier keine Veränderungen zu erkennen sind. Bereits 2019 sollten die chinesischen Exporte Richtung USA allerdings spürbar fallen. In den USA wiederum könnte der durchschnittliche Zollsatz bei weiteren Maßnahmen von jetzt 3% auf über 9% steigen. Nicht ohne Folgen für die Wirtschaft.

Abb. 1: Index für politische Unsicherheit – Handelspolitik



Quelle: Baker, Bloom and Davis; Stand: 05.10.2018

Abb. 2: Prozentualer Anteil von Waren, die von Zöllen betroffen sind oder sein könnten, am US-Import



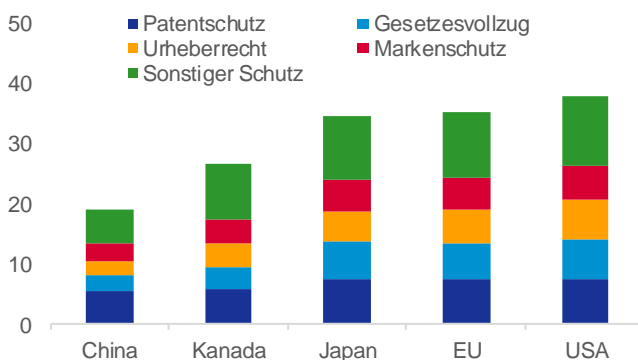
Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen
Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Eskalation weiter ein Risiko, aber eben auch der Schlüssel zur Lösung

Bisher waren nur wenige Konsumgüter direkt betroffen. Und bei denen, die es waren, beispielsweise Waschmaschinen, sind auch Auswirkung sichtbar. Seit den Zöllen ist der Preis für Waschmaschinen in den USA um 15% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Was ein Grund sein dürfte, dass für die neue Tranche – mit mehr Konsumgütern – vorerst nur ein Zoll von 10% erhoben wird. Denn die US-Inflation befindet sich bereits an der Grenze dessen, was die US-Notenbank Federal Reserve tolerieren kann, ohne den Leitzins schneller anzuheben. Höhere Zinsen würden auch den Immobilienmarkt belasten, der sich sowieso bereits abgekühlt hat. Auf der anderen Seite stößt auch China an seine Grenzen. Denn China erhebt bereits Strafzölle auf alle US-Importe und andere Maßnahmen bergen das Risiko einer unverhältnismäßigen Provokation. Zum Beispiel durch eine gezielte Abwertung der Währung oder den Abverkauf gehaltener US-Staatsanleihen. Zudem würde man sich selbst treffen, weswegen man auch nicht gegen das operative Geschäft von US-Unternehmen in China vorgehen kann. Denn diese haben Joint Ventures mit chinesischen Firmen, die dann ebenfalls betroffen wären. Die Deutsche Bank erwartet keine massive Eskalation im Handelsstreit, es bleibt jedoch ein Risiko. Eine schnelle Lösung ist aber ebenfalls nicht zu erwarten, auch wenn es sie geben könnte. China sollte sich weiter für ausländische Investitionen öffnen, die Joint Venture Pflicht abschaffen und die Gesetze für geistiges Eigentum stärken. Nicht nur das Land selbst würde davon profitieren, denn ein solches Angebot an die USA könnte helfen, den Handelsstreit, wenn nicht zu lösen, wenigstens zu entschärfen.

Abb. 3: USCC International IP Index - Schutz von geistigem Eigentum in Indexpunkten



Quelle: USCC, Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 4: (Angedrohte) US-Zölle – Ausmaß in Prozent der US-Importe und Auswirkungen auf den durchschn. Zollsatz

(Angedrohte) US-Zölle	% der US-Importe	Durchschn. Zollsatz (%)
Anfang 2018		1.7
\$58 Mrd. (implementiert)	2.0	2.0
\$50 Mrd. auf China-Importe (implementiert)	3.7	2.4
\$200 Mrd. auf China-Importe zu 10% Zollsatz (impl., ab 24.09.)	10.6	3.0
zu 25% Zollsatz (ab Jan. 2019?)	10.6	4.0
\$267 Mrd. auf restl. China-Importe (zu 25%)	19.7	6.2
\$360 Mrd. auf alle Auto-Importe (zu 25%)	32.1	9.1

Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

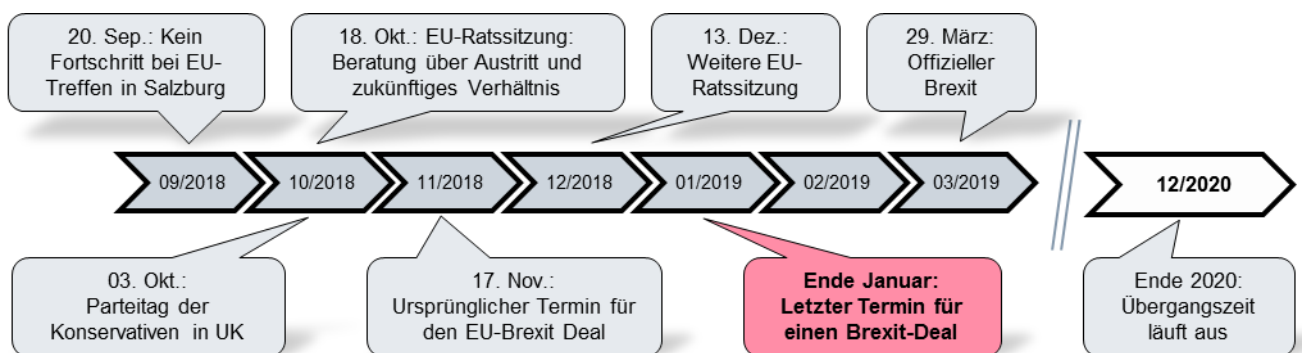
Das Jahr des Brexits

- Vieles ist noch in der Schwebe, es sieht aber nach einer Einigung bis Jahresende aus
- Einigung über EU-Austritt und Richtlinien zur zukünftigen Beziehung erwartet
- Risikoszenarien – gut wie schlecht – bleiben „No-Deal Brexit“ und zweites Referendum
- „No-Deal Brexit“ könnte verheerende Folgen haben, eine Rezession droht
- Übergangsphase dürfte länger dauern als geplant, eine Verlängerung ist wahrscheinlich

Vieles in der Schwebe – die nächsten Monate sind kritisch

Am 29. März 2019 verlässt das Vereinigte Königreich die Europäische Union. Und auch wenn danach eine Übergangsphase bis Ende 2020 geplant ist. Bis zum März gibt es noch viel zu tun, wie nicht zuletzt Angela Merkel im September anmerkte. Die meisten großen Verhandlungspunkte über das Austreten aus der EU sind zwar bereits getroffen (Austrittszahlung, Rechte der EU-Bürger, usw.), aber der letzte und entscheidende Knackpunkt bleibt die Grenze zwischen Irland und Nordirland. Artikel 50 – welcher das Ausscheiden eines Landes aus der EU regelt – besagt nur, dass es eine Einigung über das Ausscheiden geben muss. Die zukünftige Zusammenarbeit muss dabei jedoch nicht detailliert beschrieben werden. Dies kann in der Übergangsphase geschehen, welche aber nur in Kraft tritt, wenn eine Einigung über die Austrittsmodalitäten zustande kommt.

Abb. 5: Zeitstrahl über wichtige geplante Termine bezüglich des Brexits



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

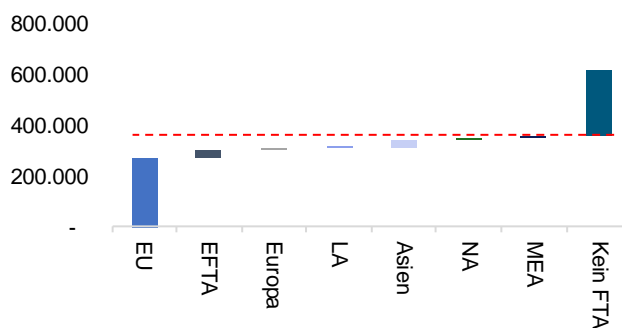
Einigung im Dezember erwartet, „last-minute“ wäre im Januar noch möglich

Nach dem letzten Treffen in Salzburg wurde deutlich, dass der Weg dorthin noch steinig werden kann. Angenommen Theresa May bleibt auch nach der Parteikonferenz der Konservativen Premierministerin (nach Redaktionsschluss), stehen in diesem Jahr noch drei weitere EU-Gipfel an, bei deren die Regierungsspitzen über den Austrittsvertrag verhandeln können. Auch nach dem Debakel von Salzburg geht die Deutsche Bank davon aus, dass sich Großbritannien und die EU auf der Arbeitsebene Ende November / Anfang Dezember einigen werden. Die Regierungschefs könnten dann während des EU-Gipfels im Dezember das Rahmenwerk beschließen. Im Nachgang muss dieses dann allerdings noch von den Parlamenten der EU und Großbritanniens befürwortet werden. Somit steht der 31. Januar als spätester Termin im Raum zu dem eine Einigung noch stattfinden könnte, um den Parlamenten einen realistischen Zeitraum für eine Abstimmung zu geben.

„No-Deal“ oder zweites Referendum weiter unwahrscheinlich

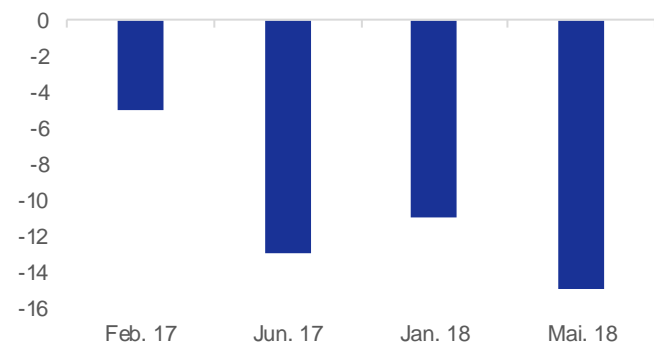
Sollte es zu keiner Einigung über den Austritt aus der EU kommen, scheidet das Vereinigte Königreich am 29. März ohne Übergangsphase aus der EU aus („No-Deal Brexit“) und müsste als ein Land ohne formelle Verbindungen betrachtet werden ähnlich wie Weißrussland. Dies bleibt aufgrund der Entwicklungen im September und gewagter Aussagen der Regierung, wie beispielsweise „No deal is better than a bad deal“, ein Risiko, insbesondere durch die Abstimmung im Parlament. Die Labour Partei hatte zuletzt beschlossen, einen Deal mit der EU abzulehnen, sodass bereits wenige Abweichler aus den Reihen der Konservativen genügen könnten, um den Deal zu kippen. Theresa May würde dies als Premierministerin wohl nicht überstehen und ein Befürworter eines „No-Deal Brexit“ würde vermutlich Premierminister werden. Es könnte aber auch der Auslöser für ein weiteres Referendum werden. Letzte Umfragen zeigen, dass sich die Stimmung inzwischen recht deutlich gegen den Brexit gedreht hat.

Abb. 6: Momentan durch EU-Freihandelsverträge (EU-FTA) gedeckter britischer Handel (59%)



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 7: Umfrageergebnisse in Saldenpunkten: Welchen Einfluss wird der Brexit auf die Volkswirtschaft (GB) haben?



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

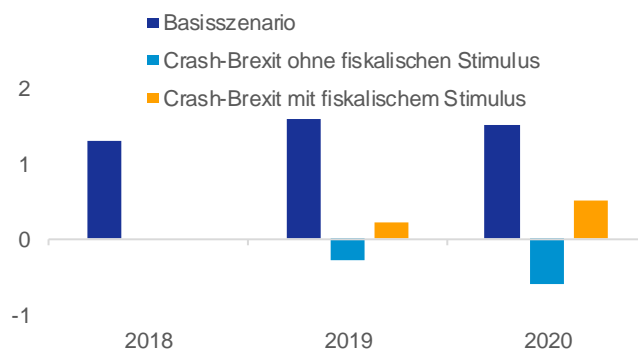
Großbritannien allein zu Haus – eine Rezession droht

Ein „No-Deal Brexit“ wäre für Großbritannien verheerend. Die Deutsche Bank geht deshalb davon aus, dass das britische Parlament dies nicht riskieren wird. Aufgrund der weitreichenden Auswirkungen lohnt es sich trotzdem, dieses Risikoszenario zu beleuchten und sich mit den möglichen Folgen auseinanderzusetzen. Wie bereits beschrieben, dürfte sich ein „No-Deal“ im ersten Quartal 2019 abzeichnen. Hamsterkäufe und das Vorziehen von Im- und Exporten – bevor Zölle erhoben werden – würden die Wirtschaft im ersten Quartal stärker wachsen lassen. Ab dem 1. April würde Großbritannien dann nicht nur mit der EU sondern auch mit vielen anderen Ländern (Kanada, Südkorea, Japan) basierend auf WTO* Regeln handeln, da es auch aus allen bestehenden EU-Freihandelsverträgen mit Drittländern ausscheiden würde. Das Pfund dürfte rund 15% abwerten und in Kombination mit den höheren Zöllen würde die Inflation auf 4,5% steigen. Die Reallöhne würden deutlich fallen und der private Konsum zurückgehen. Investitionen würden ausbleiben, insbesondere ausländische Investoren würden vermutlich sogar Kapital abziehen. Schließlich sind immerhin 25% aller ausländischen Unternehmen nur in Großbritannien, weil es das „Tor zur EU“ ist. Die Ratingagenturen würden das Land herabstufen, die Kreditkosten für Regierung und Unternehmen würden steigen, obwohl die Zentralbank die Zinsen senkt. Das Land dürfte in eine Rezession rutschen und das BIP*-Wachstum in 2019 und 2020 negativ ausfallen.

Es lebe der Brexit oder ein Brexit ohne Ende

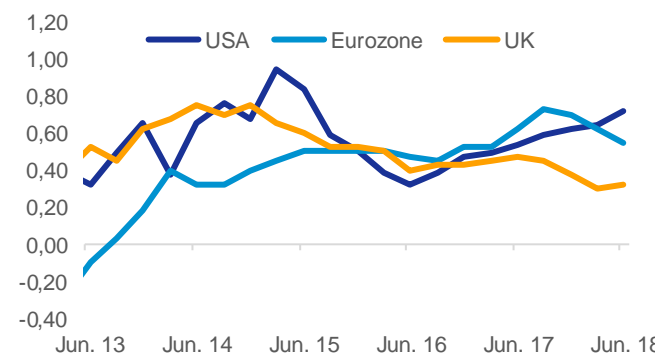
Die Aussagen der britischen Regierung nach dem EU-Gipfel in Salzburg lassen einen „No-Deal“ inzwischen erschreckend wahrscheinlich erscheinen. Eine Einigung im Dezember spätestens allerdings im Januar scheint aber weiterhin möglich. Großbritannien würde somit ab dem 1. April in die Übergangsphase mit der EU eintreten, welche planmäßig bis Ende 2020 dauert. Die Rede ist von planmäßig, da die Deutsche Bank davon ausgeht, dass die Übergangsphase zu kurz ist. Die britische Politik hat sich in den letzten Jahren nicht gerade stabil gezeigt und das Risiko erneuter vorgezogener Neuwahlen ist stetig präsent. Vor diesem Hintergrund ist es sehr ambitioniert, in 21 Monaten ein Freihandelsabkommen abschließen zu wollen. CETA* mit Kanada wurde immerhin über rund fünf Jahre mit der EU verhandelt und Großbritannien strebt ein noch umfassenderes Abkommen an. Die Deutsche Bank erwartet daher, dass die Übergangsphase mindestens einmal verlängert werden wird, was zu einer anhaltenden Unsicherheit führen könnte.

Abb. 8: BIP-Wachstumsprognosen für unterschiedliche Brexitszenarien



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 9: Reales BIP-Wachstum in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen
Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Weltkonjunktur 2019 im Blick

Im Allgemeinen

- Das Wachstum sollte sich 2019 gegenüber 2018 nur marginal verlangsamen
- In Europa stehen Wahlen für das Europäische Parlament an

Alles in allem dürfte 2019 ein weiteres gutes Jahr für das globale Wachstum werden. Zwar dürfte sich in allen großen Regionen, China, USA und Eurozone, im kommenden Jahr das Wachstum etwas verlangsamen. Mit 3,7% sollte das globale Wachstum aber nur marginal geringer ausfallen als in 2018. Die USA dürften auch im nächsten Jahr von den Auswirkungen ihrer Steuerreform profitieren während in der EU die Wahlen für das Europäische Parlament im Kalender stehen. Neben einem neuen Parlament wird dann auch der Posten des Kommissionspräsidenten neu besetzt und auch die höchste Position der Europäischen Zentralbank, sobald Mario Draghi im Oktober abtritt.

Industrieländer

- Das Lohnwachstum nimmt in den großen Industrieländern langsam an Fahrt auf
- Das könnte den Konsum stärken, die Zentralbanken sind allerdings gewarnt

Das Lohnwachstum nimmt langsam Fahrt auf. In den USA erreichte es zuletzt den höchsten Stand seit 2009, in Großbritannien konnte es positiv überraschen, in Japan war es zuletzt in den 1990er Jahren höher und selbst in der Eurozone ist eine deutliche Dynamik erkennbar. Steigende Löhne haben bisher in diesem Konjunkturzyklus noch gefehlt und haben das Potenzial, über steigende verfügbare Einkommen den Konsum anzukurbeln. Andererseits müssen die Unternehmen die steigenden Lohnkosten auch irgendwie kompensieren und steigende Preise führen zu einem Anstieg der Inflation. Die Lösung wäre ein höheres Produktivitätswachstum. Aber auch das hat in diesem Konjunkturzyklus bisher gefehlt.

Schwellenländer

- Nur vereinzelt gerieten die Schwellenländer 2018 in eine Krise
- Die Herausforderungen der großen Schwellenländer bleiben aber enorm

Einige Dominos sind in diesem Jahr wieder umgefallen. Argentinien ist bereits in der Rezession, die Türkei dürfte dort auch noch hinkommen. Ansonsten haben sich die Schwellenländer im Angesicht steigender US-Zinsen aber wacker geschlagen. Die Erinnerungen der Währungskrisen von 2013 sind noch frisch. Die meisten hatten ihre Hausaufgaben mehr oder weniger gut erledigt, doch das Aufgabenheft ist bei vielen noch voll. Die südafrikanische Regierung muss nach Jahren der Korruption noch viel aufräumen, auf die neue brasilianische Regierung wartet noch viel Arbeit, in Indien und Indonesien muss im nächsten Jahr gewählt werden und China hat ebenfalls noch einen langen (Reform-)Weg vor sich. Kein Grund sich auszuruhen.

Rohstoffe

- Die Energiepreise dürften sich in 2019 eher seitwärts bewegen
- Industriemetalle sollten von der Konjunktur profitieren, die Edelmetalle vom US-Dollar

Steigende Energiepreise haben in diesem Jahr zum Anstieg der Inflation beigetragen, was im nächsten Jahr nicht mehr der Fall sein dürfte. Die Ölpreise Brent und WTI werden von ihrem jetzigen Niveau aus gesehen im kommenden Jahr stabil erwartet und auch beim Erdgas dürfte sich nicht viel tun. Bei den Industriemetallen dürfte das schon anders sein. Diese sollten von der anhaltend guten Konjunktur und Investitionen profitieren können, insbesondere das Wachstum in China dürfte sich robuster präsentieren als mancher Marktteilnehmer momentan vermutet. Edelmetalle werden erneut mit den global steigenden Zinsen zu kämpfen haben, aber der bisschen schwächer erwartete US-Dollar sollte ihnen etwas helfen können.

Zentralbanken

- Die Zeichen stehen auf Anstieg – Leitzinsabsenkungen sind 2019 kaum zu erwarten
- Insbesondere in den Industrienationen steigen die Zinsen, außer in Japan

Die Leitzinsen werden im nächsten Jahr aller Voraussicht nach steigen. Die Deutsche Bank erwartet bei neun von zehn Zentralbanken der Industrienationen einen Leitzinsanstieg, einzig in Japan dürfte der Zins unverändert bleiben. Vorreiter bleiben auch 2019 die USA mit vier erwarteten Zinsschritten. In den Schwellenländern werden Absenkungen nur in Russland, Mexiko und Argentinien erwartet. Einige asiatische Zentralbanken dürften den Leitzins unverändert halten. Aber auch hier wird die Mehrheit die Zinsen anheben müssen, da global die Kerninflation steigt, auch wenn der Preisdruck aufgrund der Energiepreisentwicklung leicht rückläufig erscheint. Am stärksten dürfte der Leitzins in Brasilien steigen, wo 200 Basispunkte erwartet werden. Am stärksten fallen sollte er in Argentinien. Das ist aber auch kein Wunder, momentan beträgt dieser dort nämlich 60%.

FX

- Der Euro könnte 2019 zum Gewinner werden, dafür muss allerdings alles gut laufen
- US-Dollar geht dem Ende des US-Zinsanstiegszyklus entgegen – es droht Schwäche

Es hängt alles an der Europäischen Zentralbank. Die Deutsche Bank erwartet, dass die EZB Ende des Jahres mit Selbstvertrauen in den ersten Leitzinsanhebungszyklus seit 2011 starten wird. Der Markt wäre dann gezwungen, seine Erwartungen anzupassen und ein höheres Zinsniveau einzupreisen. Dies in Kombination mit einem für Verhältnisse der Eurozone politisch ruhigen Jahr würde in einem starken Euro resultieren, der global fast die stärkste Währung wäre. Einzig in Nord- und in Osteuropa wären vereinzelt noch stärkere Währungen zu finden, während der US-Dollar dem Ende seines Zinszyklus entgegen schaut und langsam an Stärke verliert. Am stärksten unter Druck dürften erneut die Währungen der Türkei und Argentinien geraten. Diese Länder müssen 2019 erst ihre Rezessionen überwinden.

Regionen im Blickfeld

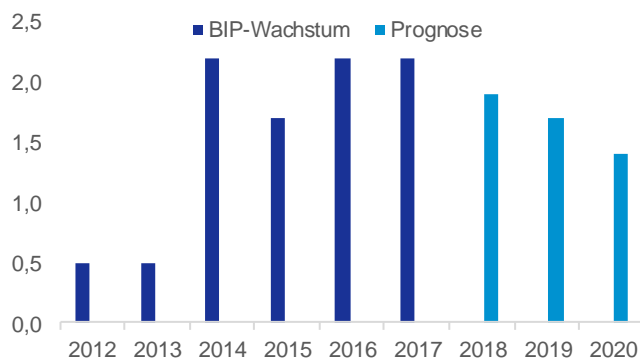
Deutschland

- Trotz zunehmender Kapazitätsengpässe wächst Deutschland 2019 über Trend
- Stimmung und Auftragseingänge haben sich eingetrübt, aber die Bücher sind voll
- Ein Beschäftigungsrekord jagt den anderen, die Löhne dürften weiter steigen
- Bausektor wird durch Engpässe ausgebremst, die Immobilienpreise steigen
- Inflation dürfte bei 2% verharren, die Zinsen bei Bundesanleihen über 1% steigen

Ein weiteres Jahr über Trend

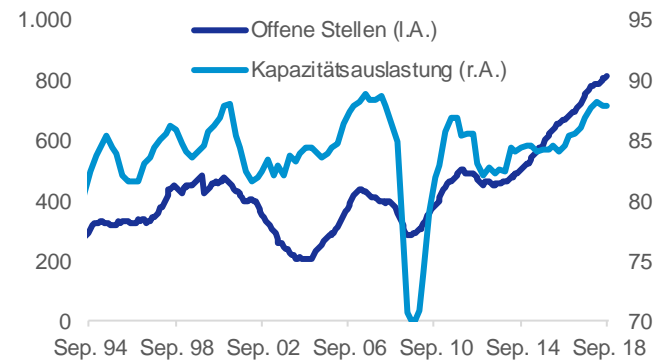
Trotz aller Unwägbarkeiten und Risiken rund um den Welthandel, Brexit, italienischem Haushalt und die Schwellenländer: Deutschland dürfte 2018 mit 1,9% und damit über dem langfristigen Trend wachsen. Auch für das kommende Jahr bleibt die Deutsche Bank positiv gestimmt und erwartet erneut ein Wachstum über Potenzial, dieses Mal mit 1,7%. Dabei sollte die deutsche Wirtschaft so langsam an ihre Grenzen kommen. Bereits jetzt ist die Kapazitätsauslastung nur noch 1% unter dem Allzeithoch, die Arbeitslosigkeit auf niedrigsten Stand seit der Wiedervereinigung und freie Stellen gibt es so viele wie noch nie. Die Investitionsausgaben haben in diesem Jahr bisher trotzdem enttäuscht. Im Frühjahr gaben Industrieunternehmen laut ifo-Umfrage noch an, die Investitionen in Maschinen und Ausrüstung in 2018 um 12% steigern zu wollen. Nach einem erwarteten Plus von 3,1% in diesem Jahr, dürfte es aufgrund politischer Unsicherheiten auch 2019 nur ein Plus von 2,6% werden. Es wären aber höhere Investitionen nötig, um die produktiven Fähigkeiten Deutschlands langfristig anzuheben.

Abb. 10: BIP-Wachstum Deutschlands ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 11: Anzahl der offenen Stellen in Tsd. und Kapazitätsauslastung in Prozent



Quelle: Bundesbank, Eurostat; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Industrieproduktion bleibt robust trotz niedrigerer Auftragseingänge

Die (Export-) Aussichten im Automobilssektor haben sich im August signifikant verbessert. Der Waffenstillstand im Handelsstreit zwischen den USA und der EU dürfte hierzu entscheidend beigetragen haben. Außerdem geht die Deutsche Bank nicht davon aus, dass die USA in naher Zukunft Strafzölle auf europäische Autos erheben wird. Die verbesserte Stimmung im August spiegelt sich aber noch nicht in den harten Daten wieder. Die politischen Unsicherheiten haben deutlich auf dem Verarbeitenden Gewerbe gelastet und sind allen voran an den niedrigeren Auftragseingängen ablesbar. Insbesondere die Aufträge aus dem Ausland, dem der Eurozone aber mehr noch von außerhalb der Eurozone gingen in den letzten Monaten deutlich zurück. Hier spiegeln sich sowohl die Schwierigkeiten einzelner Schwellenländer wie der Türkei und Russlands wider, aber auch die niedrigeren Investitionen in China im ersten Halbjahr. Die Auftragsbücher sind aber noch immer voll und die Auftragsreichweite hat sich zuletzt kaum verringert. Die Industrieproduktion dürfte daher auch im kommenden Jahr mit rund 1% ähnlich stark wie in diesem wachsen.

Die Beschäftigung steigt und die Löhne werden dasselbe tun

Deutschland befindet sich noch immer in einem Beschäftigungsboom und konnte in den letzten Jahren einen Rekordstand nach dem nächsten verkünden. Im ersten Halbjahr 2018 ist die Zahl der Beschäftigten gegenüber dem Vorjahr erneut um 1,3% gestiegen, während lukrative Tarifabschlüsse der IG Metall und des öffentlichen Dienstes das Lohnwachstum auf über 3% angehoben haben. Im kommenden Jahr ist davon auszugehen, dass diese Entwicklung anhalten dürfte. Die Arbeitslosigkeit dürfte in der Folge unter die 5%-Marke rutschen, was es Arbeitnehmern ermöglichen sollte, erneut lukrative Verträge auszuhandeln und das Lohnwachstum weiter in Richtung 3,5% anzuheben. Der Konsum sollte davon besonders profitieren können und es ist anzunehmen, dass dieser mit einem Plus von 1,4% erneut eine wichtige Stütze für das deutsche BIP-Wachstum darstellen wird.

Abb. 12: Exporterwartungen des verarbeitenden Gewerbes in Saldenpunkten



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 13: Zeitliche Reichweiten des Auftragsbestandes im verarbeitenden Gewerbe in Monaten



Quelle: Statistisches Bundesamt; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

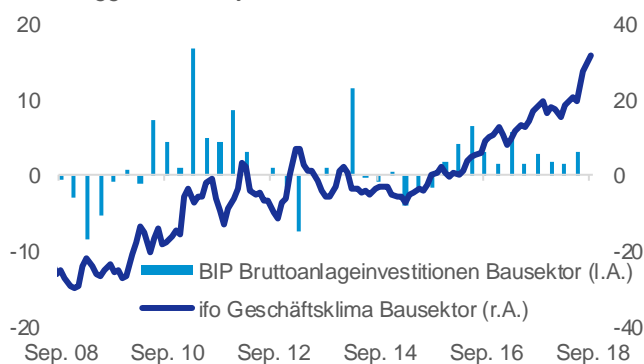
Der Bausektor wird ausgebremst, die Immobilienpreise profitieren davon

Unterstützt werden dürfte das deutsche Wachstum auch im nächsten Jahr durch den Bau. Die Stimmung im Sektor befindet sich momentan auf einem Allzeithoch, die Investitionen in neue Gebäude dürften im kommenden Jahr mit 4,1% erneut deutlicher wachsen als im Jahr zuvor. Der Sektor wird dabei nicht durch die Nachfrage gehemmt, vielmehr haben die meisten Bauunternehmen zunehmend Schwierigkeiten geeignete Fachkräfte zu finden. Der Fachkräftemangel spielt hier eine deutliche Rolle. Der Sektor leidet allerdings auch unter seiner strukturellen Schwäche des langsamen (bzw. nicht vorhandenen) Produktivitätswachstums. Aufgrund dessen erwarten wir, dass der Bausektor auch in 2019 nicht das Ziel (oder besser gesagt den Wunsch) der Bundesregierung von rund 400.000 neuen Wohnungen erfüllen kann. Selbst 350.000 neue Wohnungen, was in etwa der jährlichen Nachfrage entspräche, dürfte nicht erreicht werden. Der Nachfrageüberhang sollte folglich weiter zunehmen und die Preissituation in den Ballungsregionen weiter strapazieren.

Die Zinsen steigen – bleiben aber historisch niedrig

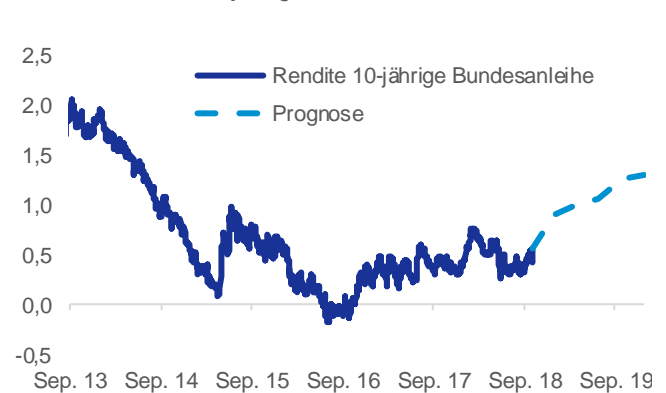
Bereits in diesem Jahr hat es die deutsche Inflationsrate geschafft, zwischenzeitlich das Ziel der EZB von knapp unter 2% zu erreichen und sogar zu überschreiten. Dies lag allerdings vornehmlich an steigenden Energiepreisen, was sich mit Blick auf die Ölprognose der Deutschen Bank nicht wiederholen sollte. Im Gegenteil, der etwas stärker erwartete Euro könnte erneut auf der Inflation lasten, was durch das gute Lohnwachstum und dem sich daraus ergebenden Konsum allerdings ausgeglichen werden dürfte. Die Inflation dürfte daher 2019 stabil bei 2% liegen, während die Kerninflationsrate in Richtung 2% steigt. Die laufende Verzinsung deutscher Staatsanleihen dürfte damit real negativ bleiben. Das global steigende Zinsniveau, das Ende des Anleiheankaufprogramms durch die EZB und der erste Leitzinsanstieg im September sollten zwar dazu beitragen, dass 10-jährige Bundesanleihen zum ersten Mal seit 2015 wieder mit mehr als 1% verzinst werden. Ein stärkerer Anstieg wird aber auch durch die Bundesregierung verhindert, die erneut einen Haushaltsüberschuss von 1,2% erwirtschaften dürfte, wodurch die Staatsschuldenquote auf 56,5% fallen würde.

Abb. 14: BIP-Bruttoanlageinvestitionen Bausektor in Prozent ggü. dem Vorjahr und ifo Geschäftsklimaindex



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 15: Rendite 10-jähriger Bundesanleihen in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

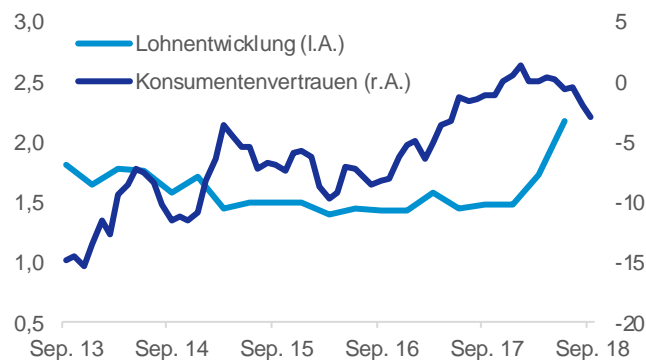
Euroland

- Erneut langsamer aber auf hohem Niveau: Das Eurozonen-BIP wächst 2019 um 1,7%
- Der italienische Haushalt birgt Zündstoff, ein wirklicher Streit hilft aber keinem
- Frankreich reformiert, Spanien wächst und Italien hinkt hinterher
- Die Konjunktur treibt die Inflation und die die EZB – Zinsanhebung im September
- Der Euro bleibt mit vielen Fragezeichen versehen, hat aber Chancen auf Stärke

Langsameres Wachstum, aber über Potenzial

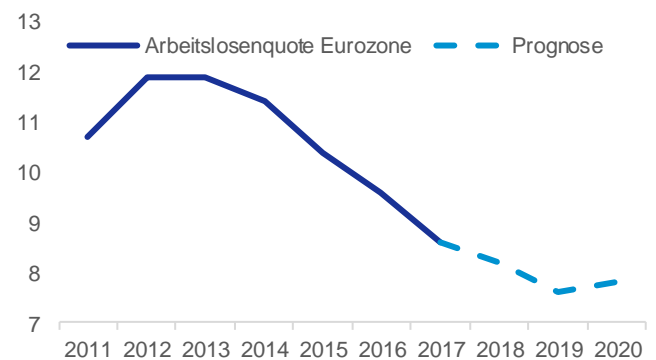
Die Entschleunigung hält an. Alles in allem dürfte die Eurozone 2018 um 2,0% wachsen. Für 2019 erwarten wir mit 1,7% ein weiteres Jahr mit Wachstum über Potenzial, welches auf 1,25% - 1,5% geschätzt wird. Die Kapazitätsauslastungen sollten weiter steigen, die Arbeitslosenrate weiter fallen. Nachdem die Lohnentwicklung bereits in den letzten 2 Jahren eine deutliche Verbesserung gezeigt hat, dürfte sich dies basierend auf dem guten Arbeitsmarkt auch in 2019 fortsetzen. Daraus sollte ein robuster privater Konsum resultieren, der auch weiterhin das Wachstum unterstützen sollte. Steigende Kapazitätsauslastungen könnten höhere Investitionen vermuten, obwohl die hohen politischen Unsicherheiten auf dem Entscheidungswillen der Unternehmen zu lasten scheinen. Diese Entwicklung gilt es zu beobachten, eine anhaltende Investitionsschwäche könnte ein (weiteres) Abwärtsrisiko für das Wachstum darstellen.

Abb. 16: Eurozone: Lohnentwicklung in Prozent ggü. dem Vorjahr und Konsumentenvertrauen in Saldenpunkten



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 17: Entwicklung der Arbeitslosenquote in der Eurozone in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

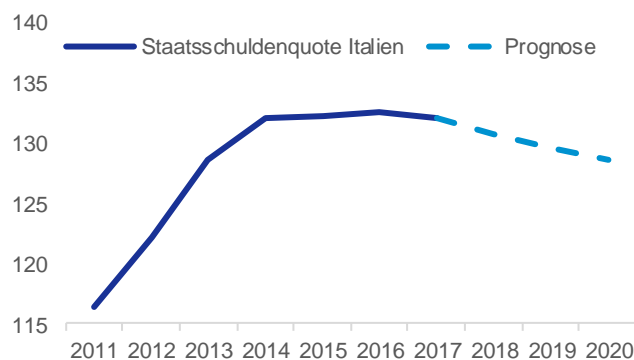
Italien bleibt das Sorgenkind

Nach Redaktionsschluss hat die italienische Regierung ihr Haushaltsziel für 2019 vorgelegt. Die Deutsche Bank erwartet ein Defizitziel von rund 1,8% des BIP. Die Vorgängerregierung hatte noch 0,8% mit der EU vereinbart. Streng genommen müsste laut Maastricht Regeln das strukturelle Defizit 2019 sogar weiter verringert werden. Ein Defizit von 2% würde Berechnungen zufolge aber zumindest ausreichen, die Staatsschuldenquote von 130% des BIP in den kommenden Jahren nicht weiter ansteigen zu lassen. Die Deutsche Bank geht zudem davon aus, dass ein Defizit von 2% das Maximum sein dürfte, was die EU Italien zugestehen wird. Die wirkliche Achillessehne Italiens ist allerdings nicht die hohe Verschuldung, sondern das schwache Potenzialwachstum*, welches auf 0% geschätzt wird und dem Land nicht erlaubt aus seinen Problemen „herauszuwachsen“. Hier wären ambitionierte, strukturelle Reformen nötig, die von der amtierenden Regierung jedoch nicht zu erwarten sind.

Frankreich als Reformer, Spanien als Outperformer und Italien ...

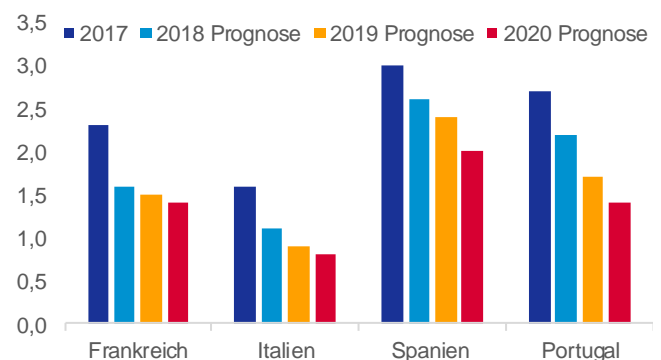
Das langsamere Wachstum in der Eurozone kommt natürlich nicht von ungefähr sondern erklärt sich durch schwächeres Wachstum in den Mitgliedsstaaten. Von den großen Mitgliedsstaaten dürfte gerade einmal Belgien 2019 schneller wachsen als in diesem Jahr. Bei allen anderen wird mit gleichen oder niedrigeren Zuwächsen gerechnet. Dies kommt insbesondere für Frankreich ungelegen. Die strukturellen Reformen (Steuerreform) und Altlasten (Schulden der Bahn SNCF) führen zu einem Anstieg der Staatsschuldenquote und dürften 2019 zu einem Haushaltsdefizit von 3,0% führen. Ein einmaliges Überschreiten der Schuldengrenze ist nicht ausgeschlossen, dennoch ist eine Überreaktion des Marktes nicht zu erwarten. In Spanien dürfte sich die Konjunktur ebenfalls weiter abkühlen, aber mit einem Plus von 2,4% bleibt das Land trotzdem ein Outperformer. Die Arbeitslosigkeit im Land dürfte weiter fallen, bleibt aber noch immer im zweistelligen Bereich. Die neue Minderheitenregierung um Premierminister Sanchez könnte versucht sein, dies für vorgezogene Neuwahlen zu nutzen, insbesondere wenn die regionalen und europäischen Wahlen im Frühjahr entsprechende Ergebnisse bringen. Italien bleibt auch beim Wachstum das Sorgenkind. Mit einem Plus von 0,9% wird es das langsamste der großen Euroländer im kommenden Jahr werden.

Abb. 18: Entwicklung der Staatsschuldenquote Italiens in Prozent des BIP



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 19: BIP-Wachstum ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen
Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

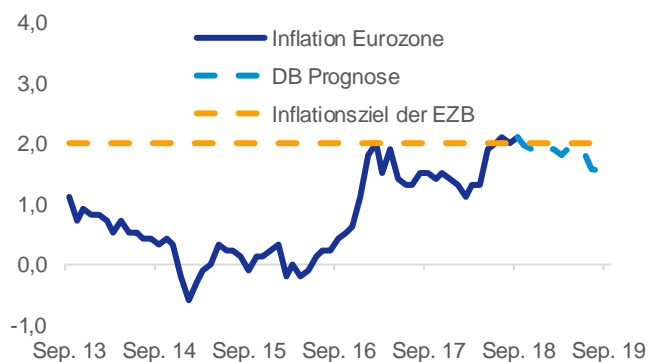
Kerninflation wird der EZB einen ersten Leitzinsanstieg im September erlauben

Der Ausstieg aus der unorthodoxen Geldpolitik ist beschlossen. Die EZB wird ihr Anleiheankaufprogramm über die letzten drei Monate 2018 langsam zurückfahren und Ende des Jahres einstellen. In 2019 werden auslaufende Anleihen weiter reinvestiert, jedoch ist ein Abbau des Bestandes an Anleihen (noch) nicht geplant. Eine Timeline gibt es ebenfalls nicht. Die nun erprobten Werkzeuge bleiben aber in der Werkzeugkiste der EZB und dürften im nächsten Abschwung erneut Anwendung finden. Aufgrund des anhaltend guten Wachstums sollte die Kerninflation in den kommenden Monaten weiter steigen und Mitte 2019 1,5% erreichen. Dies dürfte der EZB genügen, um während der Septembersitzung zum ersten Mal den Leitzins anzuheben. Der Einlagezinssatz, an dem sich der Euribor orientiert, dürfte gleichzeitig um 20 Basispunkte angehoben werden. Er würde somit über 2019 hinaus im negativen Bereich verharren. Erst in 2020 wird mit einem positiven Einlagezinssatz gerechnet.

Euro mit vielen Fragezeichen aber auch mit Chancen

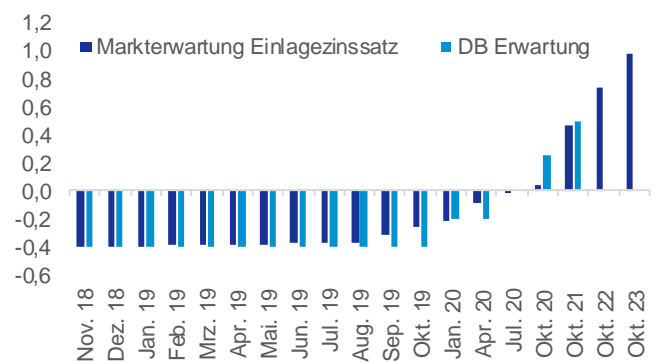
Die Liste der Risiken bleibt lang und die Eurozone hat in diesem Jahr einmal mehr bewiesen, dass sie sich auch selbst Probleme schaffen kann, wenn die Wirtschaft schon gut läuft. Diskussionen um den italienischen Haushalt, nicht enden wollende Verhandlungen rund um den Brexit und die Flüchtlingskrise, die jedes Bestreben nach weiterer Integration der europäischen Finanzmärkte im Keim erstickt, dürften auch ins nächste Jahr ausstrahlen und auf dem Euro lasten. Dieser ist basierend auf der Kaufkraftparität gegen den US-Dollar zwar weiterhin leicht unterbewertet. Allerdings nicht so stark, als dass dies eine baldige Kehrtwende des Wechselkurses herbeiführen müsste. Der Markt preist momentan keinen Zinsanstieg der EZB vor März 2020. Zeichnet sich im Verlauf des Jahres ab, dass die Zentralbank im September ernst macht, dürfte dies allerdings den Euro stützen, solange es den Beginn eines echten Zinsanstiegszyklus darstellt. Vieles bleibt ungewiss, selbst wer als Gouverneur im Oktober auf Mario Draghi folgen wird. Stellt der Nachfolger allerdings stärker die Chancen als die Schwächen der Eurozone ins Schaufenster, könnte der Euro Ende 2019 zu 1,30 zum US-Dollar tendieren.

Abb. 20: Inflationsentwicklung in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 21: Einlagezinserwartung des Marktes und der Deutschen Bank



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

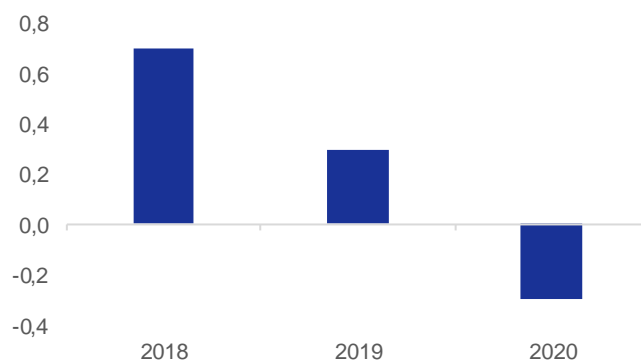
USA

- Nach einem sehr starken Jahr 2018 dürfte 2019 nur marginal schwächer werden
- Warum die Fed es diesmal schaffen wird eine Rezession zu vermeiden
- Midterm-Elections stehen vor der Tür und die Demokraten können das Unterhaus holen
- Bis September 2019 hatten die Zinsen noch Luft nach oben
- Der US-Dollar hat noch Stärke in sich, erst am Jahresende geht die Puste aus

Konjunktur mit Volldampf voraus ...

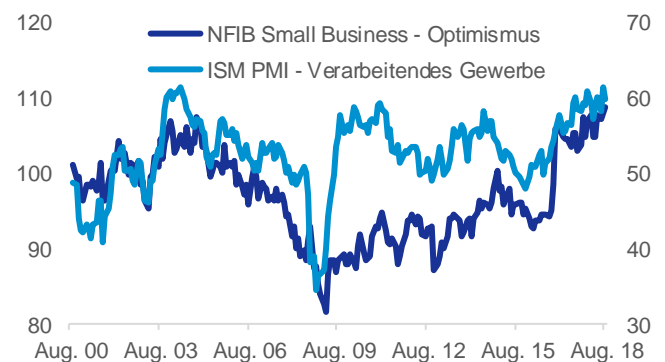
Die US-Volkswirtschaft läuft auf Hochtouren. Im zweiten Quartal wuchs das BIP annualisiert um 4,1% und für das dritte schätzt die Atlanta Fed den Zuwachs momentan auf 4,4%. Für das ganze Jahr 2018 rechnet die Deutsche Bank momentan mit 2,9%, das Risiko liegt allerdings klar auf der Oberseite. Verantwortlich dafür ist allen voran die US-Regierung mit ihrem Fiskalpaket und der signifikanten Steuererleichterung. Dies weitet das Haushaltsdefizit zwar signifikant aus, sorgt allerdings momentan für den erwünschten Wachstumsschub. Dieser dürfte auch noch eine Weile anhalten und in 2019 sogar nochmal etwas stärker werden. Hohe Kapazitätsauslastungen und die bereits sehr niedrige Arbeitslosigkeit dürfte allerdings das Wachstum etwas dämpfen und so geht die Deutsche Bank im kommenden Jahr von einem Plus in Höhe von 2,7% aus.

Abb. 22: Prognostizierte Auswirkung der expansiven Fiskalpolitik Trumps in Prozentpunkten auf das BIP



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 23: Einkaufsmanagerindizes für US-Kleinunternehmen und US-Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

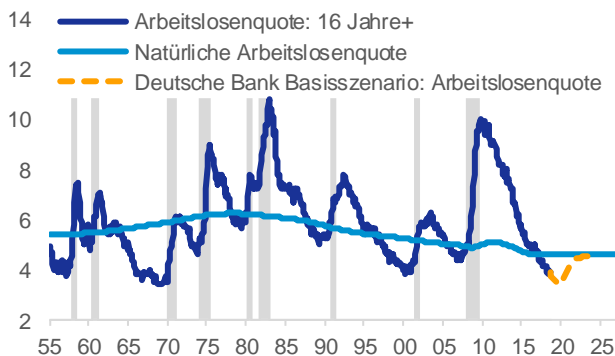
... und immer so weiter?

Folglich dürfte die Arbeitslosigkeit in den USA im nächsten Jahr auf 3,5% fallen, was der niedrigste Stand seit den 60er Jahren wäre. Dies wäre deutlich niedriger als die natürliche Arbeitslosigkeit, welche rund einen Prozentpunkt höher geschätzt wird. In den vergangenen Konjunkturzyklen war dies oftmals ein klares Warnzeichen für eine bevorstehende Rezession. Denn normalerweise geht diese Entwicklung Hand-in-Hand mit Überinvestitionen entweder in langlebige Konsumgüter, der Wirtschaft oder dem Immobilienmarkt. Denn diese sind oftmals kreditfinanziert, was auf dem Weg nach oben zu einer Überschuldung und auf dem Weg nach unten zu Kreditausfällen, einer geringeren Kreditvergabe und dadurch einem Wegbrechen der Gesamtnachfrage durch eine forcierte Entschuldung führt. In den USA ist die Arbeitslosigkeit momentan zwar sehr niedrig, allerdings sind kreditfinanzierte Überinvestitionen, die zweite Kondition für eine Rezession, nicht zu erkennen. Die US-Notenbank Federal Reserve hat daher in diesem Zyklus die Chance durch eine kontrollierte Verknappung der Kreditvergabe die Gesamtnachfrage langsam zu drosseln und die Arbeitslosigkeit wieder zurück auf ihr langfristiges Niveau zu heben, ohne eine Rezession auszulösen. Es wäre das erste Mal in der Geschichte der USA, aber die Chancen stehen nicht schlecht.

Wahlen am 6. November werden ein wichtiger Fingerzeig

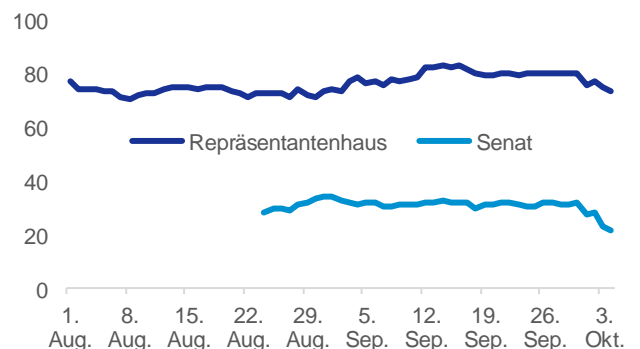
Bis dahin müssen wir aber noch an den Midterm-Elections vorbei. Die letzten Jahre haben uns zwar gelehrt mit politischen Vorhersagen vorsichtig zu sein, lassen kann man es aber trotzdem nicht. Momentan sieht alles danach aus als könnten die Demokraten bei den Wahlen am 6. November die Mehrheit im Unterhaus (House of Representatives) zurückgewinnen. Vorhersagen taxieren die Chancen hierfür momentan (Stand 05.10.18) auf rund 74%, was historisch gesehen nicht ungewöhnlich ist. Fast immer verlor die Partei des amtierenden Präsidenten während der Midterm-Elections die Mehrheit im Unterhaus. Im Oberhaus (Senat) müssten die Demokraten zwar nur zwei Sitze gewinnen um ebenfalls die Oberhand zu erlangen. Von in diesem Jahr 35 neu zu vergebenden Senatssitzen müssen die Demokraten allerdings 26 und die Republikaner nur 9 verteidigen. Das macht es den Demokraten schwer, deren Chancen für einen blauen Senat momentan auf 22% geschätzt werden.

Abb. 24: Arbeitslosenquote und natürliche Arbeitslosenquote in den USA in Prozent



Quelle: Baker, Bloom and Davis; Stand: 05.10.2018

Abb. 25: Wahrscheinlichkeit einer demokratischen Mehrheit nach den Midterm-Elections im ... in Prozent



Quelle: Fivethirtyeight; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

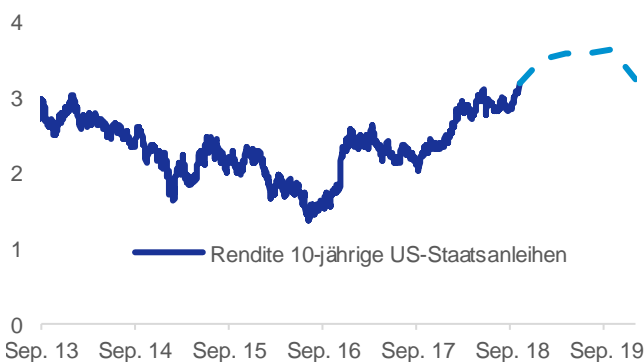
Das Zinsniveau dürfte steigen, langsam und stetig

Um dies zu erreichen wird der Leitzins weiter steigen müssen. Nachdem er in diesem Jahr bereits dreimal angehoben wurde, dürfte ein viertes Mal noch im Dezember folgen. Des Weiteren erwartet die Deutsche Bank vier weitere Anhebungen für 2019, auch wenn der Markt momentan basierend auf Terminkontrakten bisher nur zwei eingepreist hat. Diese 50 Basispunkte an Leitzinsanhebungen, die bisher noch nicht erwartet sind, dürften per Daumenregel die Verzinsung 10-jähriger US-Staatsanleihen um rund 15 Basispunkte anheben. Steigen die 10-jährigen Inflationserwartungen wieder auf das Niveau von vor 2007, wäre dies nochmals für rund 15 Basispunkte an laufender Verzinsung gut. Und wenn die Laufzeitenprämie sich ebenfalls wieder in Richtung neutral bewegt könnte die laufende Verzinsung nochmals um gut 40 Basispunkte steigen, wodurch im Laufe des nächsten Jahres eine laufende Verzinsung bei 10-jährigen US-Staatsanleihen von 3,65% erreicht werden dürfte – mit Risiko nach oben. Zum Jahresende dürfte die laufende Verzinsung aufgrund der abnehmenden Wachstumsdynamik dann allerdings fallen und das Jahr nach Meinung der Deutschen Bank mit 3,25% beenden. Zu diesem Zeitpunkt könnte die Zinsstrukturkurve invertieren, was in diesem Konjunkturzyklus allerdings nicht zu einer Rezession führen dürfte.

US-Dollar: Es ist noch Benzin im Tank

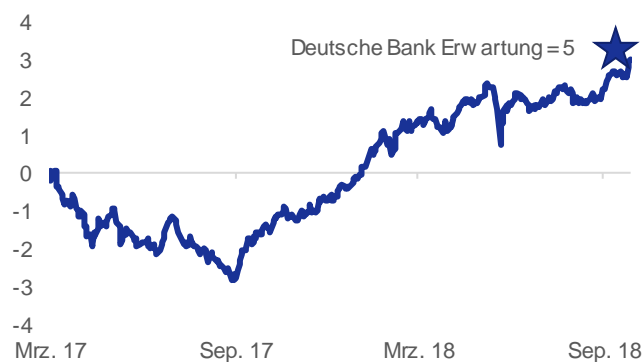
Der EUR/USD Wechselkurs hat sich in den letzten Wochen bei 1,17 eingependelt und der handelsgewichtete US-Dollar (DXY-Index) tendiert noch immer auf einem hohen Niveau deutlich über 90. Der US-Dollar war zu Beginn dieses Jahres schon fast totgesagt, meldete sich allerdings im April – gestützt durch starkes US-Wachstum – zurück. Zu schnell sollte man den Greenback eben nicht abschreiben und auch in den kommenden Monaten dürfte er sich noch behaupten. Der fiskalische Impuls der US-Steuerreform bleibt nächstes Jahr hoch und dürfte sich sogar nochmal verstärken. In Folge bleibt die Konjunkturdynamik hoch, der Markt dürfte weitere Leitzinsschritte der Fed einpreisen und die Zinsstrukturkurve sich weiter versteilern. Erst gegen Ende des Jahres, wenn der Markt 2020 in den Blick nimmt, könnte er vorsichtiger werden und die USA zunehmend Probleme bekommen das stark steigende Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Dann dürfte der US-Dollar an Stärke verlieren, wodurch zum Jahresende 2019 ein EUR/USD Wechselkurs von 1,30 möglich ist.

Abb. 26: Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 27: Anzahl implizit gepreister Leitzinsanstiege bis Ende 2019



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

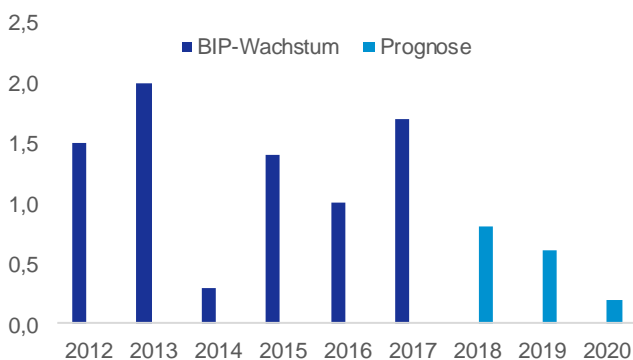
Japan

- Das Wachstum dürfte sich kontinuierlich verlangsamen
- Arbeitslosenquoten niedrig, Kapazitätsauslastung hoch – Investitionen sind gefragt
- Die Inflationsrate – zuletzt auf 2,5 Jahreshoch – dürfte sich erneut abkühlen
- Die Zentralbank hält an ihrem Ziel einer laufenden Verzinsung von 0,1% fest
- Das Zinsdifferential zum Rest der Welt dürfte steigen, der Yen abwerten

Abkühlung der Konjunktur trotz guter Stimmung erwartet

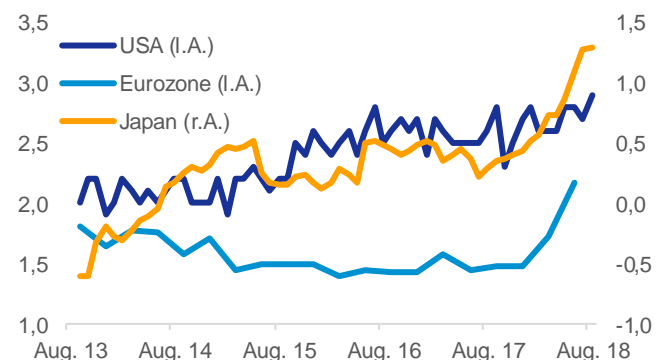
Nachdem das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2018 rückläufig war, stieg es im zweiten Quartal um 0,7% im Vergleich zum Vorquartal. Im Jahresvergleich ist die japanische Wirtschaft damit um 3% gewachsen. Insbesondere die Unternehmensinvestitionen wurden nach oben korrigiert und machen Hoffnung auf Produktivitätssteigerungen. Der Handelsstreit mit den USA dürfte voraussichtlich aber wieder auf den Investitionen lasten, auch wenn davon auszugehen ist, dass man sich schnell mit den USA einigen wird. Zugeständnisse bei der Öffnung des japanischen Marktes für US-Agrarprodukte sowie ein Versprechen mehr Liquefied Natural Gas aus den USA einzuführen dürften ausreichen, um Zölle auf japanische Autos zu vermeiden. Trotzdem ist mit einer Abkühlung beim Wachstum zu rechnen. Nach 1,7% in 2017 erwartet die Deutsche Bank für dieses Jahr 0,8% und für 2019 ein Rückfall auf 0,6%.

Abb. 28: BIP-Wachstum Japans ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 29: Einkommensentwicklung ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

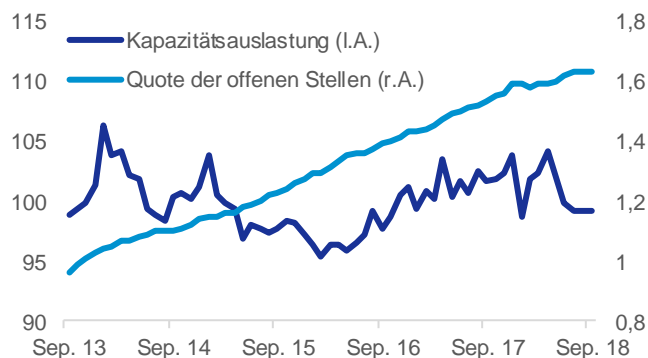
Kapazitäten sind knapp, Lösungen sind gefragt

Die Arbeitslosigkeit ist auf dem tiefsten Stand seit über 20 Jahren. Zudem ist das Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosen so hoch wie seit den 70er Jahren nicht mehr und dass obwohl die Partizipationsrate* bereits nahe dem Allzeithoch ist. Kurz gesagt: Der Arbeitsmarkt ist leergefegt und striktere Regeln in Bezug auf Überstunden verringern die Verfügbarkeit von Arbeitnehmern zusätzlich. Trotz der alternden Gesellschaft ist die Zahl der Beschäftigten in den letzten Jahren gestiegen und eine aktuelle Rentenreform dürfte dafür sorgen, dass Japaner in Zukunft bis zum 70. Lebensjahr arbeiten müssen. Ohne massive Einwanderung – welche in Japan fast undenkbar ist – werden die Beschäftigungszahlen aber nicht mehr lange steigen können, da das Bevölkerungswachstum in Japan bereits negativ ist. Zieht man nun noch in Betracht, dass die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe bei fast 100% liegt, lässt sich feststellen, dass dem Wachstum in Japan eine natürliche Grenze gesetzt ist. Nun ist das Produktivitätswachstum gefragt.

Der Ausblick ist voller Unsicherheiten

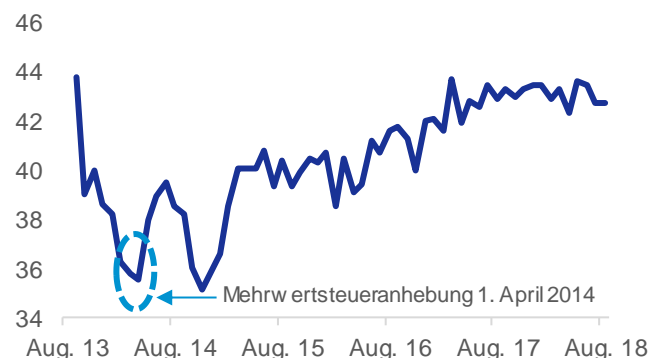
Die Voraussetzungen für weitreichende Investitionen wären also gegeben, wenn da nicht der Ausblick auf die nächsten Jahre wäre. Für Oktober 2019 ist die Anhebung der Mehrwertsteuer geplant, die wie schon die letzte Mehrwertsteuererhöhung in 2014 zu Verwerfungen führen könnte. Größere Anschaffungen wurden vorgezogen, um der Steuererhöhung aus dem Weg zu gehen, wodurch im Nachgang der Konsum einbrach. Für das erste Quartal 2020 wird erneut ein negatives Wachstum von 0,5% im Vergleich zum Vorquartal erwartet, was fast das komplette Wachstum aus dem Jahr 2019 ausradieren könnte. Gleichzeitig geht 2019 der Boom im Bausektor in Vorbereitung auf die Olympischen Sommerspiele in Tokio zu Ende. Das zeigen die Baubeginne, welche ihren Höhepunkt bereits überschritten haben. Zusätzlich plant Premierminister Shinzo Abe im kommenden Jahr noch eine Verfassungsänderung, wodurch Japan seine nationale Sicherheit wieder in die eigenen Hände nehmen soll. Momentan besitzt er zwar die nötigen Stimmen in beiden Häusern des Parlaments, jedoch wird das Oberhaus 2019 neu gewählt. Die Verfassungsänderung soll daher erst im Frühjahr 2019 vorgenommen werden. Diese wird aber weiterhin heiß diskutiert und besitzt keine klare Zustimmung in der Bevölkerung. Sollte Abe trotz der Mehrheitsverhältnisse scheitern, könnte dies sein politisches Ende sein, was wiederum Auswirkungen auf die Geldpolitik haben dürfte.

Abb. 30: Japan: Indexierte (2010 = 100) Entwicklung der Kapazitätsauslastung und offene Stellen / Bewerber Rate



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb.31: Konsumentenvertrauen in Saldenpunkten



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen
Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

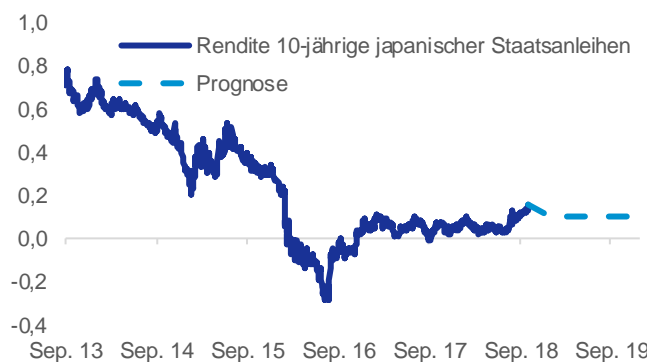
Bank of Japan wird 2019 ihre Geldpolitik nicht ändern

Denn während sich in der Bank of Japan die Stimmen mehren, dass das 2% Inflationsziel unerreichbar ist, hält die Regierung, die der Bank of Japan das Mandat vorschreibt, weiter daran fest. Eine neue Regierungsbildung könnte das zwar ändern, bleibt allerdings nur ein Risikoszenario. Insbesondere die überzeugende Wiederwahl Abes zum Parteivorsitzenden Ende September hat seine Machtbasis erneut gestärkt. Daher ist nicht damit zu rechnen, dass die Bank of Japan im kommenden Jahr ihre Geldpolitik ändern wird. Der Leitzins wird weiter bei -0,1% liegen, die Anleihekäufe dürften sich auf dem Niveau der Nettoneuemissionen bei rund 30 Billionen Yen pro Jahr einpendeln und die Zinsstrukturkurvenkontrolle sollte die laufende Verzinsung 10-jähriger japanischer Staatsanleihen bei 0,2% deckeln. Daran dürfte der Markt auch nicht zweifeln, denn es ist nicht davon auszugehen, dass die Inflation auf absehbare Zeit auf 2% steigen wird. 18% des Verbraucherpreisindexes werden durch Mieten bestimmt, welche strukturell nicht mehr steigen. Denn die Bevölkerung schrumpft bereits und die Nachfrage nach Wohnungen dürfte auch zukünftig weiter abnehmen.

Japanischer Yen: Hier waren wir doch schon einmal

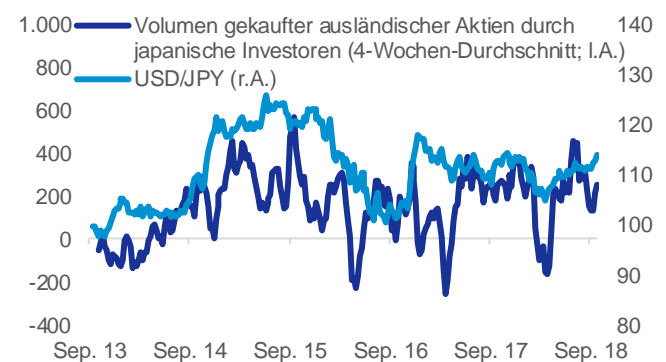
Damit dürfte sich der japanische Yen im kommenden Jahr in einer vertrauten Position wiederfinden. Global steigende Zinsen führen zu einer expansiven Geldpolitik der Bank of Japan, weil diese ihr Ziel für die laufende Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen verteidigen muss. Dies sollte zu Kapitalabflüssen führen, da japanische Anleger im Ausland nach einer höheren Rendite suchen könnten, was wiederum den japanischen Yen unter Druck setzen würde. Unterstützung dürfte der Yen hingegen durch eine steigende Volatilität in ausgesuchten asiatischen Märkten erfahren. Steigende Zinsen in den USA führen zur Offenlegung von Schwächen in Schwellenländern und Abwertungen, was wiederum bei japanischen Investoren, die vermehrt in Südostasien investieren, zu Repatriierungen führen dürfte. Gegen Ende des Jahres könnte der Yen zu neuer Stärke finden, wenn fallende Zinsen in den USA erneute Kapitalabflüsse unattraktiv erscheinen lassen. Diese Entwicklung sollte zeitlich ungefähr mit der erwarteten Stärke des Euros zusammenfallen, weswegen der EUR/JPY Wechselkurs über das Jahr 2019 größtenteils unverändert bei 130 verharren dürfte.

Abb. 32: Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 33: Entwicklung japanischer Auslandsinvestitionen in Mrd. Yen und des USD/JPY Wechselkurses



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

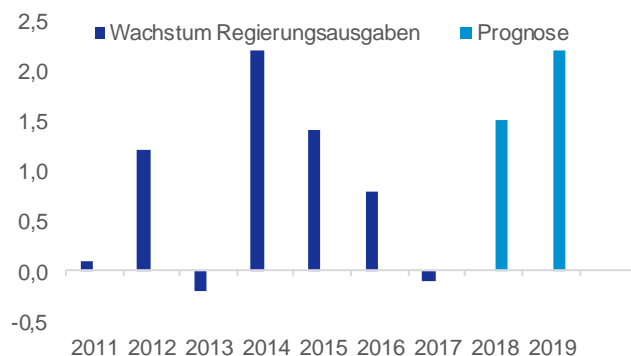
Großbritannien

- Noch immer besteht mehr Unsicherheit als Klarheit in vielen Brexit Fragen
- Das lastet auf dem Wachstum und könnte auch ins nächste Jahr tragen
- Die zukünftige Migrationspolitik ist eine weitere Baustelle der britischen Regierung
- Nicht nur die Unsicherheiten halten die Bank of England von Zinsanhebungen ab
- Die Pfund-Schwankungen dürften anhalten, langfristig ist es aber fair bewertet

Die Unsicherheit über das EU-UK Verhältnis ab 2019 bleibt hoch

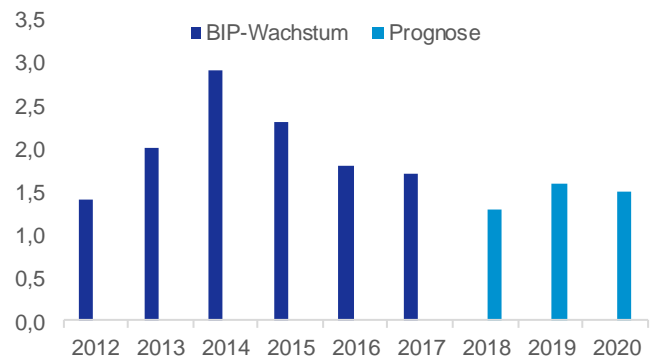
Vor ein paar Wochen klang das noch konzilianter. Zuletzt stieg der Geräuschpegel rund um einen „No-Deal Brexit“ allerdings schon wieder deutlich an. Die kommenden Wochen dürften allerdings entscheidend werden. Es gibt zwar noch einige Dinge zu klären, allerdings geht die Deutsche Bank – wie oben beschrieben – von einer Einigung bis Jahresende aus. Bis dahin muss Großbritannien noch mit der Unsicherheit und einem niedrigeren Wachstum leben. Steht die Übergangsphase allerdings fest, könnte die daraus resultierende bessere Stimmung bei Konsumenten und Unternehmen zu höherem Wachstum in 2019 führen. Insbesondere Investitionen dürften dann zu einem stärkeren Wachstum beitragen. Zudem dürfte sich nach Jahren der Austerität die Fiskalpolitik im kommenden Jahr wieder etwas lockern. Während des Referendum-Wahlkampfs wurde mehr Geld für das nationale Gesundheitssystem versprochen. Ein Einlösen dieses Versprechens würde die Ausgaben der Regierung deutlich erhöhen und das Wachstum treiben.

Abb. 34: Wachstum der britischen Regierungsausgaben ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 35: BIP-Wachstum Großbritanniens ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

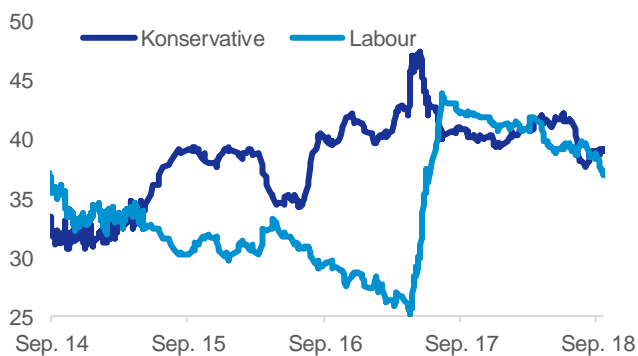
Momentane Unsicherheiten könnten auf dem Start ins Jahr lasten

Momentan lasten die Unsicherheiten aber noch auf dem Wachstum, was sich unter anderem auch in der Wachstumsdynamik der zweiten Jahreshälfte widerspiegeln dürfte. Zuletzt gaben Unternehmen in Umfragen an, Risiken verstärkt abzuwägen und Investitionsvorhaben verstärkt zurückzustellen. Lösen sich die Unsicherheiten auf, könnte sich die Lage aber schlagartig ändern. Aufgestaute Investitionen könnten getätigt werden, denn die Unternehmen hätten wieder deutlich mehr Planungssicherheit, was die zukünftigen Beziehungen zwischen Großbritannien und der EU angeht. Investitionen des privaten Sektors dürften dann 2019 um rund 2,4% zulegen, doppelt so schnell wie in diesem Jahr. Der Konsum dürfte ebenfalls profitieren und mit einem Plus von erneut rund 1% stabil zum Wachstum beitragen. Erhöhte Konsumausgaben der Regierung und verbesserte Exportaussichten runden das Bild ab, sodass Großbritannien in 2019 wieder mit 1,6% und damit fast so schnell wie die Eurozone wachsen könnte.

Die britische Migrationspolitik steht auf dem Prüfstand

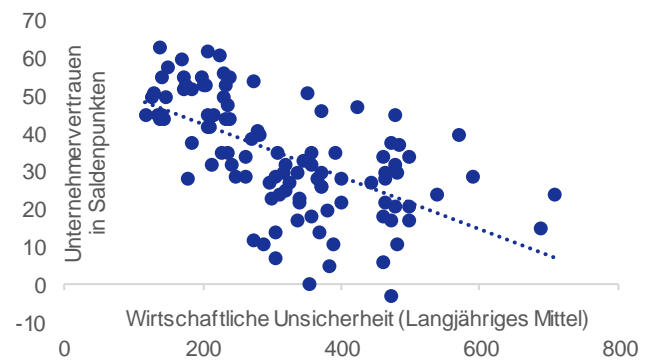
Während des Brexit Wahlkampfes war Immigration einer der wichtigsten Diskussionspunkte. Seitdem ist es allerdings ruhig geworden um das Thema. Über die Pläne der Regierung für eine Immigrationreform war bisher wenig bekannt. Mitte September stellte das „Migration Advisory Committee“ nun seinen Bericht vor, welcher Punkte sowohl für Migrationsgegner als auch –befürworter enthält. Die Kriminalitätsrate ist aufgrund von Immigration nicht gestiegen und auch das Gesundheitssystem leidet nicht unter den Neuanrücklingen. Die Löhne von Gutverdienern konnten ebenfalls von der Migration profitieren, die von Geringverdienern allerdings nicht. Und genau da setzt das Komitee mit seinen Empfehlungen an. In Zukunft sollte nicht mehr länger das „Woher“ entscheiden, also woher die Einwanderer kommen, sondern vielmehr leistungsorientierte Entscheidungen getroffen werden. EU-Bürger sollten demnach nicht mehr länger privilegiert behandelt werden. Der Report machte aber auch klar, dass die EU (insbesondere Osteuropa) von der Freizügigkeit profitiert habe. In den Verhandlungen um einen zukünftigen Freihandelsvertrag könnte Großbritannien daher der EU Privilegien für ihre Bürger anbieten.

Abb. 36: Umfragewerte der zwei Volksparteien in Großbritannien



Quelle: Baker, Bloom and Davis; Stand: 05.10.2018

Abb. 37: Korrelation zwischen Unternehmensvertrauen und wirtschaftlicher Unsicherheit in Großbritannien



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Bank of England unter Zugzwang – aber nicht wegen hausgemachter Inflation

Eine restriktivere Einwanderungspolitik könnte das Potenzialwachstum Großbritanniens, welches die Bank of England momentan auf 1,5% schätzt, senken. Der Preisdruck wäre dann bereits bei einem niedrigeren Wachstum höher und der Bank of England könnten damit die Hände in Zukunft schneller gebunden sein. Noch ist dies allerdings nicht so und auch wenn die Inflation zuletzt 2,7% betrug, ein genauer Blick auf die Daten zeigt wenig Besorgniserregendes. Zwar lag auch die Kerninflation mit 2,1% über dem Ziel der Bank of England von 2%. Es waren allerdings hauptsächlich volatile Komponenten, die den Anstieg verursachten. Ein erneutes Absinken in den kommenden Monaten ist daher wahrscheinlich. Zudem ist es unwahrscheinlich, dass die Bank of England vor einem endgültigen Feststehen eines Austrittsabkommens den Leitzins erneut anheben wird, womit April nächsten Jahres der frühestmögliche Termin wäre. Ein langsames Potenzialwachstum, eine in diesem Zyklus niedrige Inflation und eine vorsichtige Zentralbank sprechen für anhaltend niedrige Zinsen. Auch bei Staatsanleihen dürfte die Verzinsung im kommenden Jahr nicht zu sehr steigen. Die Deutsche Bank erwartet die laufende Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen zum Jahresende 2019 bei 1,8%.

Das Pfund bleibt unter Druck, die realen Zinsen bleiben niedrig

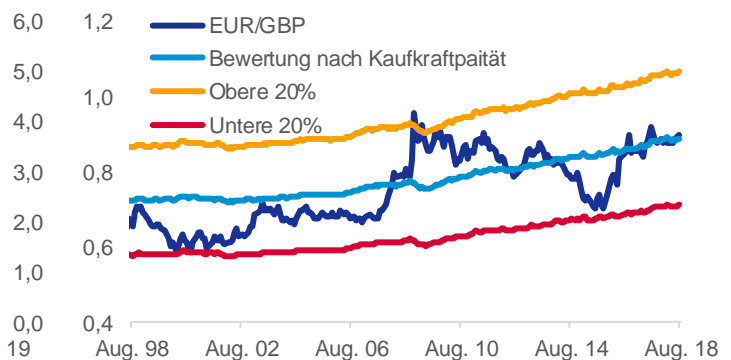
Das liegt auch daran, dass der Markt basierend auf Terminkontrakten bereits etwas mehr Zinsanhebungen erwartet, als die Bank of England laut eigener Aussage bereit ist zu liefern. Laut Gouverneur Mark Carney ist nicht mit mehr als einem Zinsanstieg pro Jahr zu rechnen. Die Deutsche Bank rechnet momentan mit dem nächsten Anstieg im August 2019. Der Markt hingegen preist momentan fast zwei Anstiege bis Jahresende 2019 ein. Dies dürfte in den kommenden Monaten auf dem britischen Pfund lasten, welches entgegen weitläufiger Aussagen, nicht unterbewertet ist. Basierend auf der Kaufkraftparität ist der EUR/GBP Wechselkurs fair bewertet. Eine signifikante politische Risikoprämie ist daher beim Pfund nicht eingepreist. Mit einem nachhaltigen Anstieg bei Klärung der Ausstiegsproblematik ist nicht zu erwarten. Der Markt und das Pfund werden auch in den kommenden Monaten auf alle Nachrichten bezüglich des Brexits sensibel reagieren. Zum Jahresende 2019 dürfte der EUR/GBP Wechselkurs aber wenig verändert bei 0,88 tendieren.

Abb. 38: Entwicklung des handelsgewichteten GBP und der britischen Kerninflation in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 39: EUR/GBP Wechselkurs und Bewertung nach Kaufkraftparität



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

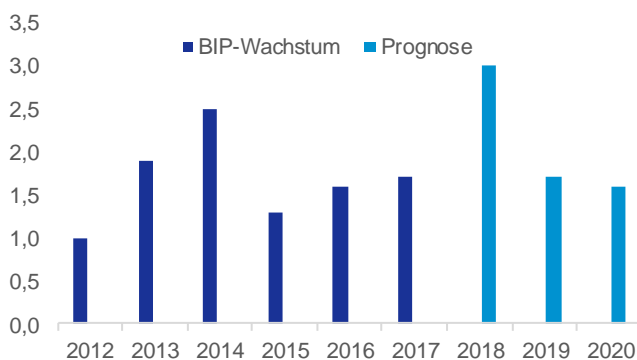
Schweiz

- Der Schweizer Franken bremst die Wirtschaft trotz guter Fundamentaldaten
- Handlungsspielraum der Zentralbank für Devisenkäufe dürfte eingeschränkt sein
- Die Inflation bleibt weiter niedrig und könnte sogar noch leicht zurückgehen
- Mit einem Leitzinsanstieg ist frühestens im September 2019 zu rechnen
- Der Franken dürfte sich weiterhin stark zeigen, Euro aber stärker erwartet

Wirtschaft wächst, Aussichten trüben sich aber etwas

Mit einem starken Produktivitätswachstum und sinkenden Lohnstückkosten sowie einem hohen Leistungsbilanzüberschuss kann die Schweiz – verglichen mit anderen G10-Ländern – die besten Fundamentaldaten vorweisen. Durch ein Wachstum von 1% im ersten Quartal und 0,7 Prozent im zweiten Quartal dürfte die Schweizer Wirtschaft 2018 um insgesamt 3% und damit über Potential wachsen. Das überraschend starke Wirtschaftswachstum wurde dabei in den letzten Monaten vor allem vom Exportwachstum getrieben. Der starke Schweizer Franken bringt die Exporteure jedoch zunehmend in Bedrängnis. Vor allem aufgrund der Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe und den Export, ging der KOF Frühindikator* für die Schweizer Wirtschaft im zweiten Quartal zurück. Daher dürfte 2019 das BIP-Wachstum – angesichts des anhaltend starken Schweizer Franken – auf immer noch gute 1,7% sinken.

Abb. 40: BIP-Wachstum der Schweiz ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 41: Entwicklung des KOF Frühindikators



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen
Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

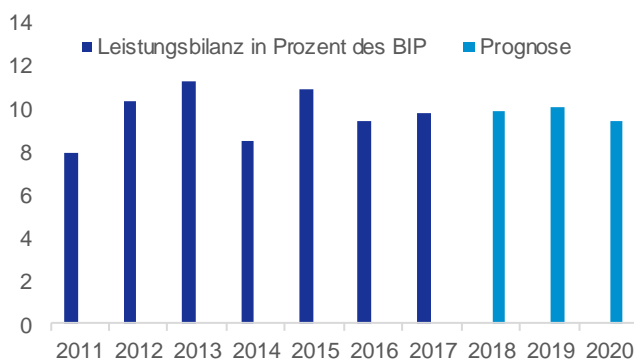
USA könnten die Schweiz als Währungsmanipulator einstufen

Um von den USA als Währungsmanipulator eingestuft zu werden, muss ein Land drei Kriterien erfüllen: Erstens muss der Handelsüberschuss gegenüber den USA über 20 Milliarden US-Dollar liegen, zweitens muss der Leistungsbilanzüberschuss 3% des BIP übersteigen und drittens müssen in 8 Monaten innerhalb einer 12-Monatsperiode Devisenkäufe im Umfang von insgesamt 2% des BIP getätigt werden. Im nächsten Bericht des US-Finanzministeriums, welcher im April 2019 erscheint, dürfte die Schweiz zwei Kriterien erfüllen. Der Handelsüberschuss wird aller Voraussicht nach bis dahin die Grenze überschreiten und der Leistungsbilanzüberschuss wird mit 10% des BIP schon Ende 2018 über dem Schwellwert erwartet. Der Handlungsspielraum der Schweizerischen Nationalbank für Devisenkäufe dürfte damit 2019 deutlich eingeschränkt sein, wenn sie keine Konfrontation mit den USA riskieren will. Das senkt die Wahrscheinlichkeit weiterer Eingriffe der Schweizerischen Nationalbank in den Devisenmarkt, wie sie in den letzten Jahren üblich waren.

Die Inflation bleibt auf niedrigem Niveau

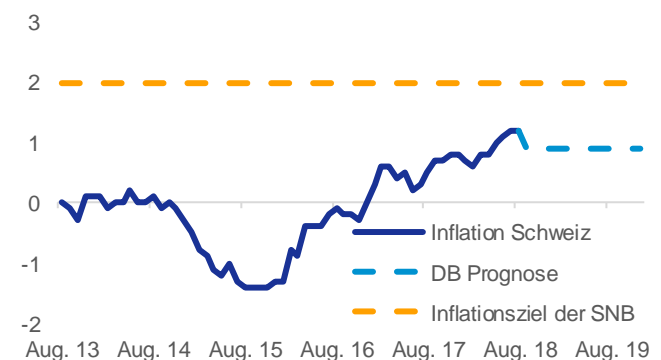
Zwar ist die Inflation in der Schweiz schon seit Jahren niedrig, in den letzten Monaten konnte sie jedoch langsam zulegen. Im August lag sie mit 1,2% aber noch weit unter dem 2% Inflationsziel der Schweizerischen Nationalbank. Der Preisanstieg war zuletzt vor allem durch ausländische Waren getrieben, wobei der größte Teil auf die Steigerung der Energiepreise zurückging. Die Inflationsimpulse durch höhere Ölpreise dürften 2019 geringer ausgefallen und auch eine starke Abwertung des Franken, die zu höheren Importpreisen führen würde, ist nicht zu erwarten. Laut einer Umfrage der Schweizerischen Nationalbank wird in den nächsten zwölf Monaten auch nur mit einer Preissteigerung von 0,7% gerechnet. Die Deutsche Bank erwartet ebenfalls einen leichten Rückgang der Inflation im kommenden Jahr auf dann 0,9%.

Abb. 42: Leistungsbilanz der Schweiz in Prozent des BIP



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 43: Inflationsentwicklung in Prozent



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

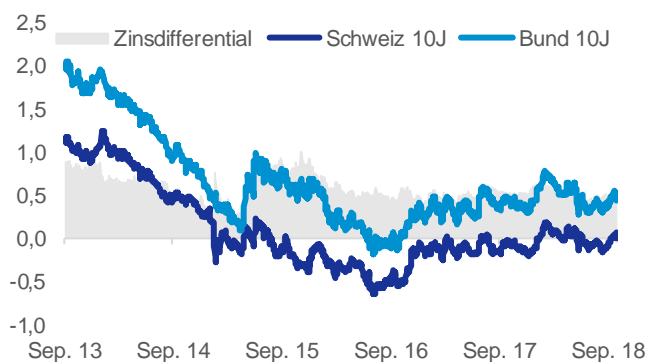
Die Geldpolitik bleibt weiter expansiv mit weniger Interventionen am Devisenmarkt

Zwar ist die Schweizerische Nationalbank, wegen der Auswirkungen der anhaltend niedrigen Zinsen auf die Finanzmarktstabilität, bereits besorgt. Aufgrund der Stärke des Franken und der weiterhin niedrigen Inflation dürfte sie jedoch auch 2019 an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten. Um den Aufwertungsdruck auf den Franken nicht zu verstärken, wird sich die Schweizerische Nationalbank gezwungen sehen eine Zinsanhebung der EZB abzuwarten, um selbst die Zinsen erhöhen zu können. Die Deutsche Bank rechnet daher frühestens ab September 2019 mit einer Zinserhöhung. Auch sonst dürfte die weitere Entwicklung in der Eurozone für die Schweiz entscheidend bleiben. Die Deutsche Bank rechnet mit einer Entspannung der politischen Situation in der Eurozone gegen Jahresende, was die laufende Verzinsung der deutschen Bundesanleihen anheben dürfte. Die Staatsanleihen der Schweiz dürften auch im nächsten Jahr der Entwicklung der Bundesanleihen folgen, die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe der Schweiz dürfte nachhaltig im positiven Bereich liegen.

Der Aufwertungsdruck auf den Franken hält an

Geopolitische Risiken dürften immer wieder die Nachfrage nach dem Schweizer Franken als sicheren Hafen erhöhen und ihn kurzfristig aufwerten lassen. Europäische Risiken wie Italien und der Brexit dürften sich bis Ende 2018 lösen und auch die Krisen in den Schwellenländern scheinen nicht systemisch zu sein. Der Handelsstreit zwischen den USA und China wird die Märkte vermutlich aber auch 2019 begleiten. In Zeiten globaler Unsicherheit dürfte sich auch das Verhalten Schweizer Unternehmen nicht ändern. Selbst während des globalen Aufschwungs seit der Finanzkrise, zeigten sie keine Bereitschaft ohne Währungsabsicherung im Ausland anzulegen. Eine höhere Nachfrage nach risikobehafteten Investitionen im Ausland und damit nach ausländischen Währungen bleibt allerdings aufgrund des hohen Leistungsbilanzüberschusses ein wichtiger Bestandteil einer schwachen Währung. Aufgrund geringerer Risiken in Europa rechnet die Deutsche Bank zum Jahresende 2019 mit einer Abwertung gegenüber dem Euro auf EUR / CHF 1,18.

Abb. 44: Zinsdifferential zwischen 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen und Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 45: Entwicklung des CHF/EUR Wechselkurses



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

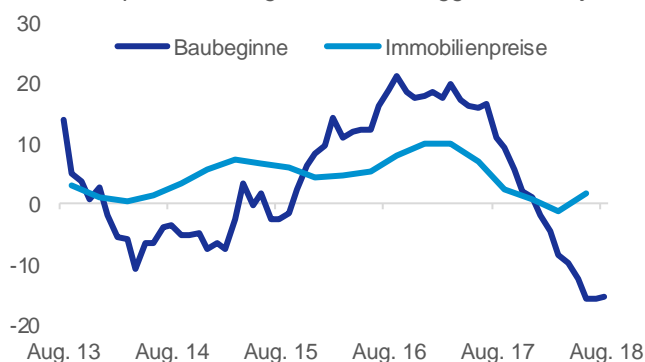
Skandinavien

- Trotz politischer Unsicherheiten in Schweden bleibt Skandinavien unaufgeregt
- Die Wirtschaft wächst robust, die Inflation steigt, die Zentralbanken reagieren
- Der Immobilienmarkt bleibt ein Risiko, Kronen sollten in 2019 aber Stärke zeigen

Politische Unsicherheit in Schweden, stabiles Wachstum in Norwegen

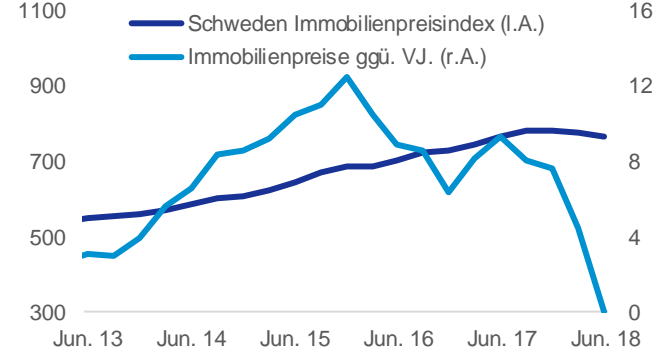
Die schwedischen Parlamentswahlen vom 9. September haben keine Klarheit gebracht. Die rechtspopulistische Partei der Schwedendemokraten hat zwar weniger Stimmen gewonnen als aufgrund von Umfragen befürchtet worden war. Die restlichen Stimmen wurden allerdings fast gleichmäßig auf das Mitte-Rechts und das Mitte-Links Lager verteilt. Eine Regierungsbildung innerhalb der traditionellen Lager somit unmöglich. Die politische Unsicherheit sollte daher anhalten, selbst Neuwahlen sind nicht ausgeschlossen. Derweil dürfte sich die Wirtschaft nicht groß darum kümmern. Das Wachstum in Schweden wird auch im kommenden Jahr robust erwartet, genauso wie beim Nachbarn Norwegen. Der norwegische Immobilienmarkt konnte sich in den letzten Wochen bereits wieder stabilisieren, die erste Leitzinsanhebung seit 2011 wurde bisher gut verkraftet.

Abb. 46: Entwicklung der Baubeginne und Immobilienpreise Norwegens in Prozent ggü. dem Vorjahr



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 47: Indexierte (1981 = 200) Entwicklung der Immobilienpreise Schwedens und Entwicklung ggü. dem Vorjahr in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

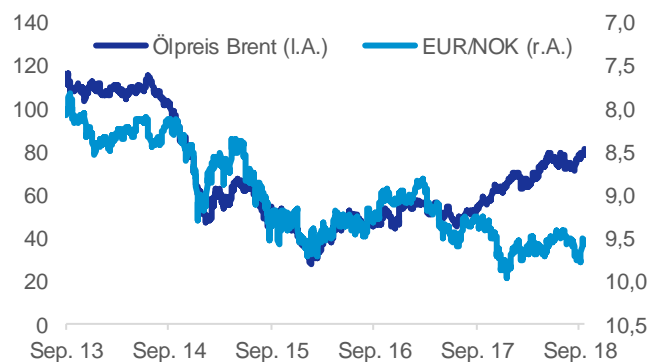
Inflation steigt weiter, Zentralbanken müssen reagieren

Derweil befindet sich die Inflation in beiden Ländern weiter auf einem Normalisierungspfad. Die Kapazitätsauslastungen sind bereits hoch und dürften im kommenden Jahr noch weiter steigen. Ein stabiler Ölpreis dürfte zwar zu einer langsamen Inflation bei den Energiepreisen führen. Das anhaltend gute Wachstum wird aber die Kerninflation anheben, sodass die Preise kontinuierlich im Bereich des Ziels der Zentralbanken steigen. Die Norges Bank hat im September bereits den ersten Leitzinsschritt gewagt. Die Deutsche Bank geht davon aus, dass im kommenden Jahr zwei weitere Anhebungen auf dann 1,25% folgen werden. Bei der Riksbank ist man noch vorsichtiger. Die Deutsche Bank geht nicht davon aus, dass die schwedische Zentralbank noch in diesem Jahr den Leitzins anheben wird und rechnet erst im Februar nächsten Jahres damit. Erst Ende 2019 ist dann mit einem weiteren Schritt der Riksbank zu rechnen. Der Leitzins würde dann aus dem negativen Bereich auf 0% ansteigen.

Kronen mit Rückenwind, Immobilienmarkt als Risiko

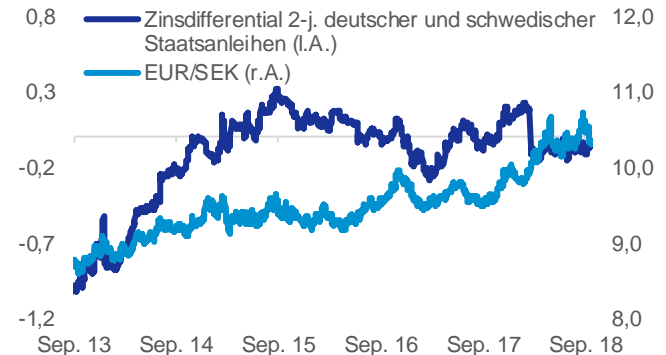
Der norwegische Immobilienmarkt scheint sich bereits schon wieder stabilisiert zu haben. Nachdem die Häuserpreise im ersten Quartal gefallen waren, konnten sie im zweiten Quartal wieder ein leichtes Plus verzeichnen. Dies kam überraschend, hatten die Baubeginne doch auf eine anhaltende Schwäche hingedeutet. In Schweden fielen die Immobilienpreise zuletzt um rund 5%. Riksbank Gouverneur Ingves hatte zwar erklärt, dass er diese Entwicklung begrüße. Sollte sich die Situation am Immobilienmarkt allerdings verschärfen, könnte die Riksbank wohl kaum die Zinsen anheben. Die Deutsche Bank erwartet je zwei Leitzinsanhebungen in Norwegen und Schweden, worauf die Erwartungen steigender Kronen beruhen. Die Immobilienmärkte stellen daher ein Risiko dar. Im Normalfall sollte der EUR/NOK Wechselkurs zum Jahresende 2019 bei 9,00 stehen und der EUR/SEK Wechselkurs bei 10,00.

Abb. 48: Brent Ölpreis in US-Dollar pro Barrel und EUR/NOK Wechselkurs



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 49: Zinsdifferential deutscher und schwedischer Staatsanleihen in Prozent und EUR/SEK Wechselkurs



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

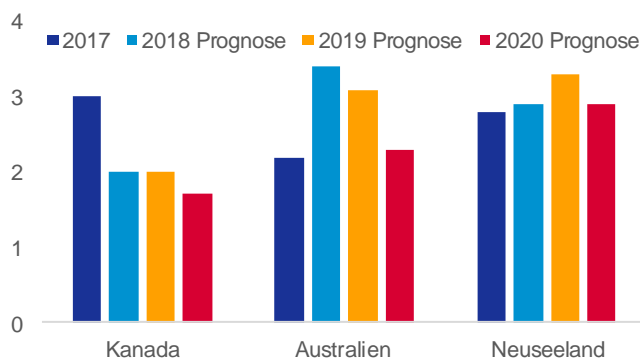
Dollar-Block

- Die Volkswirtschaften des Dollar-Block sollten 2019 stabil wachsen können
- Eine steigende Inflation wird die Zentralbanken 2019 zum Handeln zwingen
- Leistungsbilanzen lasten auf Dollars, Immobilienmärkte sind zusätzliches Risiko

Keine Turbulenzen beim Wachstum im Dollar-Block erwartet

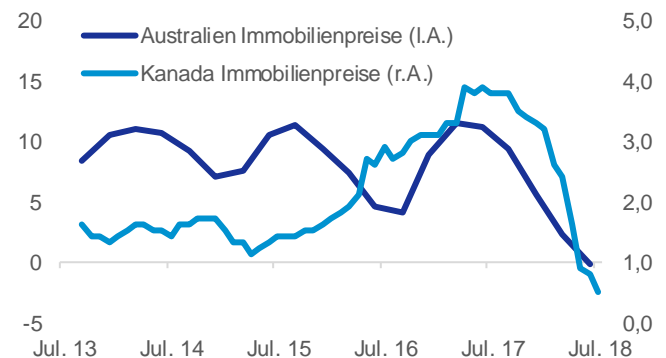
Australien zeigt in diesem Jahr wider Erwarten eine anhaltende Stärke. Weder die kurze Schwächephase der chinesischen Wirtschaft noch die politischen Unsicherheiten konnten der australischen Wirtschaft bisher etwas anhaben. Nach 2,2% BIP-Wachstum in 2017 rechnet die Deutsche Bank mit 3,4% in diesem und 3,1% im nächsten Jahr. In Kanada ist die Lage unaufgeregter. Das BIP-Wachstum dürfte sich hier stabil mit 2,0% in diesem Jahr zeigen, bevor es im nächsten Jahr ein Plus von 1,7% markiert. Ähnlich in Neuseeland. Nach 2,9% in 2018 wird hier mit einem BIP-Plus von 3,3% 2019 gerechnet, womit Neuseeland das einzige Land des Dollar-Blocks, wäre in dem sich das BIP-Wachstum beschleunigen sollte.

Abb. 50: BIP-Wachstum in Prozent ggü. dem Vorjahr



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 51: Entwicklung von Immobilienpreisen ggü. dem Vorjahr



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

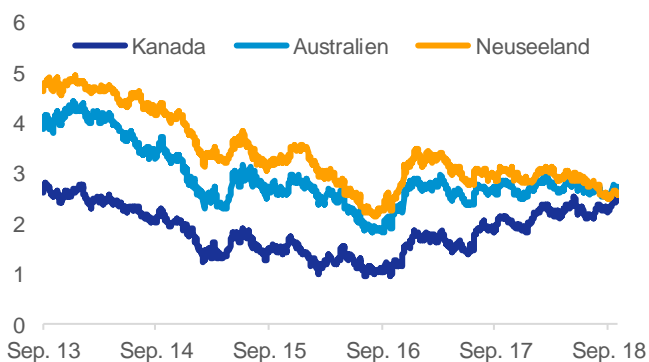
Ruhiges Wachstum, steigende Leitzinsen

Stabiles und robustes Wachstum in diesem und im nächsten Jahr dürfte zu einer anhaltenden Normalisierung der Inflation in Richtung Zielwerte der Zentralbanken führen – zumindest in Australien und Neuseeland. Kanada ist da schon ein bisschen weiter. Der Nachbar im Süden wächst stark, das färbt in diesem Jahr ein wenig ab und hat die Inflation bereits über das Ziel gehoben. Die Bank of Canada hat deswegen in 2018 die Leitzinsen bereits zweimal angehoben. Eine weitere Leitzinsanhebung dürfte im Dezember noch folgen. Im kommenden Jahr werden zwei weitere Schritte auf dann 2,25% erwartet. Die laufende Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen dürfte dann auf 3% steigen. In Australien und Neuseeland werden im kommenden Jahr ebenfalls Leitzinsanhebungen erwartet. Mit jeweils zwei Schritten rechnet die Deutsche Bank in der zweiten Hälfte 2019. In Australien stiege der Leitzins damit von 1,5% auf 2%, die laufende Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen dürfte 3,7% erreichen. In Neuseeland dürfte der Leitzins auf 2,25% steigen, die laufende Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen wird bei 4% erwartet.

Immobilienmärkte als Risiko

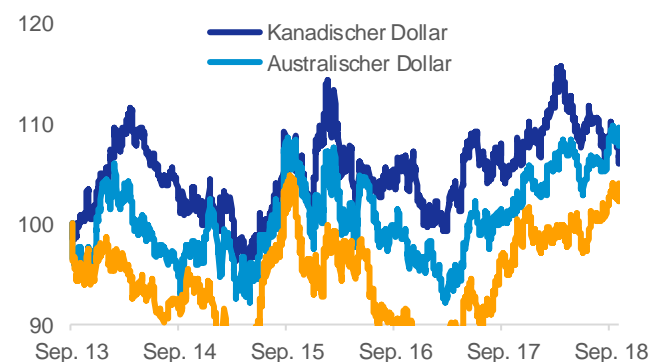
In Australien und in Kanada drohen sich die Immobilienpreise negativ zu entwickeln. Fallende Immobilienpreise würden die Vermögen der Haushalte negativ beeinflussen. Die Sparrate könnte steigen und der Konsum würde leiden. Gleichzeitig könnten steigende Zinsen die Haushalte zusätzlich belasten, weil diese sowohl in Kanada als auch in Australien hoch verschuldet sind. Leitzinsanhebungen könnten daher eine stärker dämpfende Auswirkung auf den Konjunkturzyklus haben, als momentan angenommen. Obwohl in Kanada hiervon in diesem Jahr bisher nichts zu spüren ist. Nichtsdestotrotz, hohe Leistungsbilanzdefizite von rund 3% des BIP dürften auf allen drei Währungen lasten. Steigende globale Zinsen dürften es schwerer machen ausländisches Kapital anzuziehen. Bis Jahresende 2019 erwartet die Deutsche Bank den EUR/AUD Wechselkurs bei 1,72. Der kanadische Dollar wird zum Euro bei 1,82 gesehen und für den neuseeländischen Dollar wird ein Umrechnungskurs von EUR/NZD 2,07 prognostiziert.

Abb. 52: Renditeentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 53: Indexierte (01.09.2013 = 100) Entwicklung ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

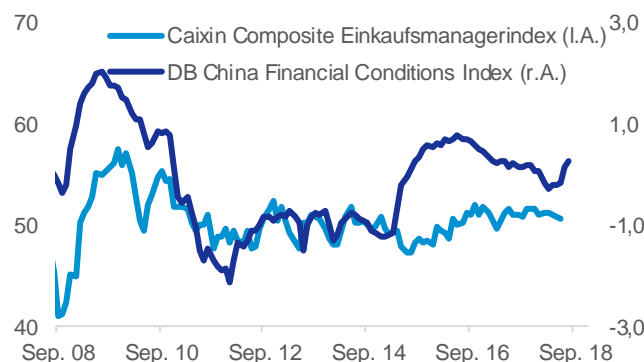
China

- China dürfte sich 2019 auf die Stabilisierung des Wachstums konzentrieren
- Das niedrigere Kreditwachstum hat das Risiko einer Bankenkrise verringert
- Die Leistungsbilanz geht weiter zurück und könnte bald ein Defizit ausweisen
- Entgegen dem globalen Trend bleiben die Zinsen in China niedrig
- Niedrige Zinsen und die sinkende Leistungsbilanz sprechen für eine Abwertung des CNY

Der Umgang mit dem Handelsdisput steht an erster Stelle

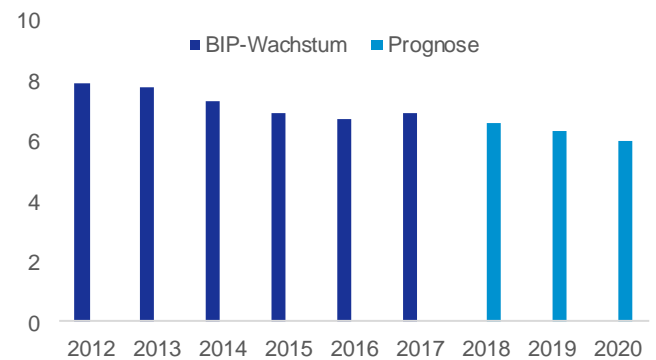
Die Wachstumsdynamik in China hat sich in den letzten Monaten leicht verlangsamt. Die Wachstumsraten bei der Industrieproduktion und dem Anlageinvestitionen sind seit Jahresbeginn spürbar zurückgegangen. Auch die Einzelhandelsumsätze fielen zuletzt schwächer aus. Die chinesische Regierung hat zu Beginn des Jahres viel Wert darauf gelegt das hohe Kreditwachstum einzudämmen und den bereits hohen Schuldenstand des Landes, der hauptsächlich auf die hohe Verschuldung im Unternehmenssektor zurückzuführen ist, unter Kontrolle zu bringen. Die Verlangsamung ist daher durchaus gewollt und wurde von der Regierung bewusst in die Wege geleitet. Seit dem Sommer hat sich der Fokus der Regierung allerdings erneut gewendet. Der Handelsdisput mit den USA fordert momentan die volle Aufmerksamkeit. Daher versucht die Regierung nun über Steuersenkungen Anreize für Unternehmen und Haushalte zu setzen, um das Wachstumsziel von 6,5% für 2019 nicht aus den Augen zu verlieren. Die Deutsche Bank erwartet hingegen ein Plus von 6,3% im kommenden Jahr.

Abb. 54: Caixin Einkaufsmanagerindex und Deutsche Bank Finanzmarktkonditionsindex für China



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 55: BIP-Wachstum Chinas in Prozent ggü. dem Vorjahr



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Bankenkrise in den kommenden Monaten kein Thema mehr

In den letzten Jahren ist immer wieder die Diskussion aufgekommen, ob und wann in China eine Bankenkrise ausbrechen wird. Das schnelle Wachstum der Verschuldung wird dabei als Warnhinweis gedeutet, da ein ähnlicher Anstieg der Verschuldung in der Vergangenheit in Volkswirtschaften wie Japan, Spanien und den USA zu einer Finanzkrise beigetragen hat. Die Deutsche Bank schätzte noch im April, dass das Risiko einer Bankenkrise in China, im Vergleich mit 42 anderen Industrie- und Schwellenländern, am höchsten sei. Das sinkende Kreditwachstum, welches im ersten Halbjahr nicht mehr höher war als das nominale BIP-Wachstum, hat das Risiko einer Krise bereits deutlich verringert. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Bankensektor in den nächsten 12 Monaten in eine Krise geraten könnte, sieht die Deutsche Bank nun nur noch bei lediglich 8%, nachdem es zu Beginn des Jahres noch 13% waren.

Leistungsbilanz tendiert ins Negative

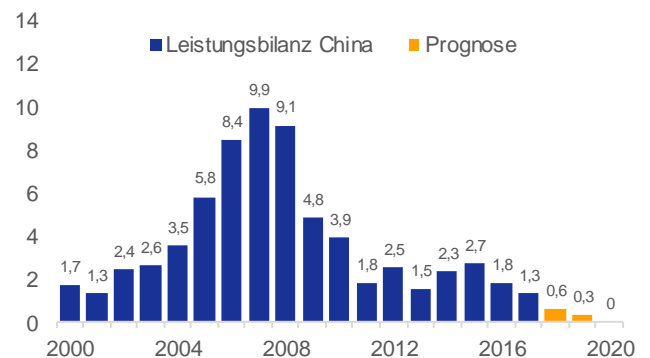
Das Eindämmen des Kreditwachstums ist auch deshalb von entscheidender Bedeutung, da China in den kommenden Jahren voraussichtlich ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen wird. Seit 2000 konnte China bisher jedes Jahr, teils signifikante Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaften, was bedeutete, dass es nicht auf ausländisches Kapital angewiesen war. Länder mit einem Leistungsbilanzdefizit sind auf Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen. Dies macht das Land anfälliger für Kapitalabflüsse, was in Zeiten von volkswirtschaftlichen Schwierigkeiten noch verstärkt wird. Der gewünschte strukturelle Wandel hin zu einer konsumgetriebenen Volkswirtschaft führt zu einem Anstieg der Importe für Konsumgüter und höheren Tourismusausgaben im Ausland. Die Deutsche Bank geht davon aus, dass der strukturelle Wandel hin zu einem Leistungsbilanzdefizit noch weiter anhalten dürfte.

Abb. 56: Indexierte (1997 = 100) Entwicklung des Konsumentenvertrauen



Quelle: Bloomberg L.P.: 05.10.2018

Abb. 57: Leistungsbilanz Chinas in Prozent vom BIP



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Entgegen dem Trend setzt China auf eine lockere Geldpolitik

Während andere Länder bereits dabei sind die Zinsen anzuheben, ist China die einzige bedeutende Volkswirtschaft, die in diesem Jahr die Zinsen gesenkt hat. Die Regierung hat zwar noch immer das Ziel, das Kreditwachstum einzudämmen, will dies aber zunächst verstärkt durch Regulierungen durchsetzen. Die Zinsen sollen vorerst niedrig bleiben, um nicht zu viel Druck auf die Volkswirtschaft auszuüben und das Wachstum nicht zu stark auszubremsen. In ihrer Entscheidungsfindung bleibt die People's Bank of China für Außenstehende undurchsichtig. Das macht eine Einschätzung der Geldpolitik in China schwierig. Einen klar definierten Leitzins gibt es nicht. In China ist die Geldmenge noch immer eine sehr wichtige Größe, trotz der Ankündigung dies schon vor Jahren umstellen zu wollen. Der 3-monatige Interbankenzins ist allerdings in den letzten Wochen deutlich gefallen, was erkennen lässt, dass die chinesische Zentralbank auch ohne formelle Ankündigung einer Leitzinssenkung die Geldpolitik deutlich gelockert hat. Entgegen des globalen Trends eines steigenden Zinsniveaus bei 10-jährigen Staatsanleihen ist in China daher von einem stabilen Zinsniveau auszugehen. Die Deutsche Bank erwartet die laufende Verzinsung 10-jähriger chinesischer Staatsanleihen zum Jahresende 2019 bei 3,75%.

Chinesischer Yuan (CNY) weiter auf dauerhaftem, aber moderat-kontrolliertem Abwertungskurs

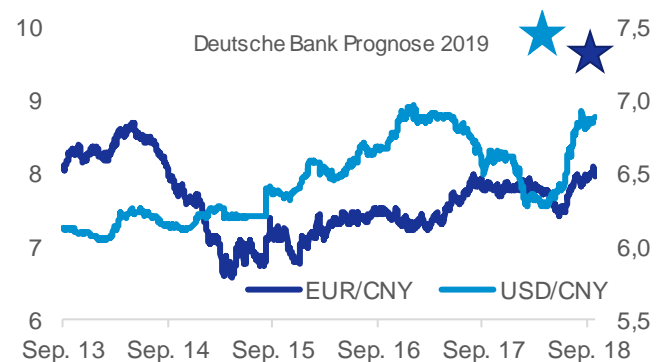
Eine Verschlechterung bei der Leistungsbilanz und im relativen Vergleich niedrigere Zinsen: Die Vorzeichen für den chinesischen Yuan sind nicht gut und es wird in den kommenden Monaten keine Eingriffe der Regierung benötigen, um den chinesischen Yuan gegenüber anderen Währungen abzuwerten. Die Deutsche Bank geht davon aus, dass der Yuan über die nächsten Monate kontinuierlich abwerten wird: nicht nur gegenüber dem USD, sondern auch gegenüber dem Euro. Dies dürfte allerdings langsam und unter Schwankungen passieren um nicht den Eindruck einer politisch gewollten Abwertung zu erwecken, da dies zu politischen Verwerfungen mit den USA führen könnte. Eskaliert der Handelsstreit in den nächsten Monaten besteht allerdings das Risiko, dass die chinesische Regierung den Yuan gezielt im Handelsstreit einsetzt und massiv abwertet. Dies bleibt allerdings ein Risikoszenario und ist unter normalen Umständen nicht zu erwarten. Ein starker Euro und ein schwacher CNY dürften im kommenden Jahr trotzdem zu einer deutlichen Bewegung des Währungspaares EUR/CNY führen. Die Deutsche Bank erwartet den EUR/CNY zum Jahresende 2019 bei 9,60.

Abb. 58: Entwicklung des 6-Monats-SHIBOR*



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 59: Entwicklung des EUR/CNY und USD/CNY Wechselkurses



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen
Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

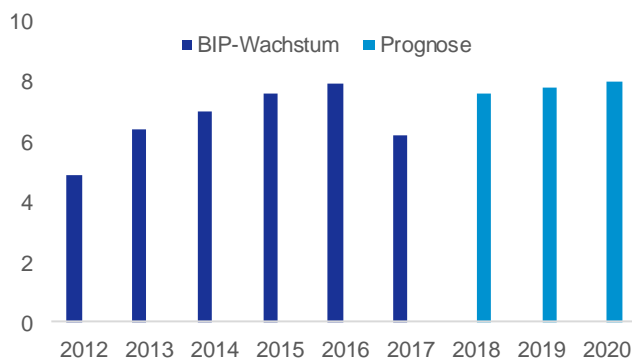
Indien

- Die indische Wirtschaft scheint sich in den letzten Monaten endlich erholt zu haben
- Das hohe und steigende Leistungsbilanzdefizit hat die Rupie stark abwerten lassen
- Die Zentralbank wird sich demnächst gezwungen sehen die Leitzinsen anzuheben

Das Wachstum ist zurück

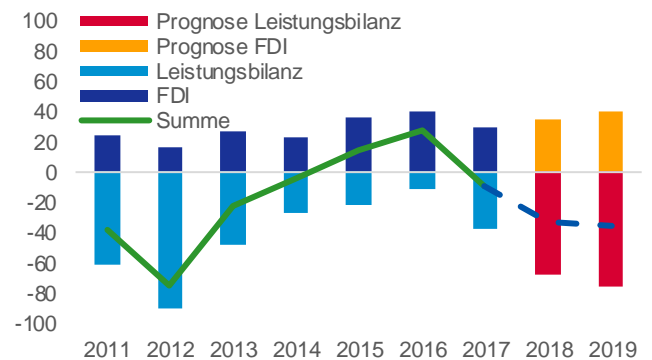
Nach einer ganzen Reihe von einschneidenden Strukturreformen hat sich die indische Wirtschaft in den vergangenen Monaten erholt und sich zuletzt zur am schnellsten wachsenden großen Volkswirtschaft entwickelt. Betrug das BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2017 noch 5,6%, konnte die Wirtschaft im zweiten Quartal 2018 um 8,2% ggü. dem Vorjahr zulegen – das beste Quartal seit dem ersten Quartal 2016. Zuletzt geriet allerdings die Währung unter Druck, die Regierung hat deshalb bereits reagiert und die Einfuhrzölle auf eine Reihe von Konsumgütern, wie zum Beispiel Smartphones, angehoben um das Importwachstum zu dämpfen. Die Deutsche Bank geht nicht davon aus, dass die momentanen Schwankungen am Devisenmarkt auf dem Wachstum im kommenden Jahr lasten werden. Ein niedrigeres Importwachstum dürfte sogar positiv sein. Die indische Wirtschaft dürfte 2019 um 7,8% ggü. dem Vorjahr zulegen.

Abb. 60: BIP-Wachstum Indiens in Prozent ggü. dem Vorjahr



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 61: Leistungsbilanz Indiens und Auslandsdirektinvestitionen (FDI) in Mrd. USD



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

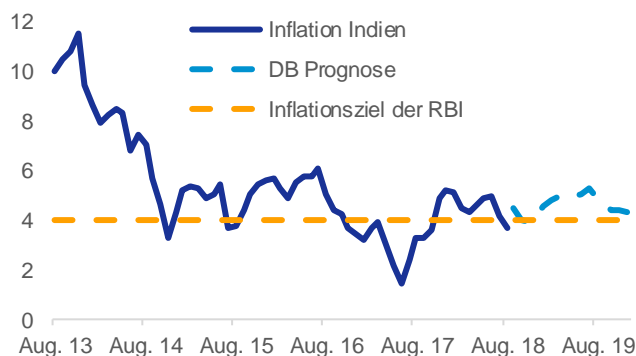
Das Leistungsbilanzdefizit belastet die indische Rupie

Die bessere wirtschaftliche Dynamik hat aber auch ihre Schattenseite. Seit Mitte letzten Jahres hat sich das Außenhandelsdefizit stetig verschlechtert. Seit nunmehr drei Quartalen wird das Leistungsbilanzdefizit nicht mehr durch Direktinvestitionen finanziert, was das Land abhängig von kurzfristigen Portfolioinvestitionen macht. Schuld daran ist unter anderem der steigende Ölpreis bei gleichzeitig steigender Nachfrage in dem schnell wachsenden Land. Rohöl und Benzin machen rund ein Viertel aller Importe Indiens aus, was ungefähr 4% des BIP entspricht. Die Deutsche Bank erwartet zwar keinen weiteren signifikanten Anstieg beim Ölpreis im kommenden Jahr. Das Leistungsbilanzdefizit dürfte allerdings trotzdem weder 2019 noch 2020 durch Direktinvestitionen gedeckt sein. Die Währung bleibt daher anfällig für externe Schocks und Schwankungen und dürfte in der Tendenz auch in 2019 weiter abwerten. Die Deutsche Bank erwartet den EUR/INR Wechselkurs zum Jahresende 2019 bei 93,60.

Zentralbank muss reagieren

Die Regierung hat zwar bereits Maßnahmen ergriffen um die Rupie zu stabilisieren. Ganz ohne konventionelle Leitzinsanhebungen wird es allerdings nicht funktionieren. Die Deutsche Bank erwartet, dass die Reserve Bank of India (RBI) bereits im Oktober die Zinsen anheben wird. Im Dezember wird eine weitere Anhebung erwartet und im April 2019 könnte die letzte folgen. Der Leitzins dürfte in Folge um 75 Basispunkte von heute 6,5% auf dann 7,25% ansteigen. Diese Reaktion kommt etwas spät, sollte aber helfen die Rupie zum US-Dollar zu stabilisieren und somit die Inflation zu verankern. Diese dürfte im kommenden Jahr über das Ziel der Zentralbank von 4% steigen, könnte aber das obere Ende des Toleranzbandes von 5% nicht überschreiten. Eine kontrollierte Inflation sollte dafür sorgen, dass die Leitzinsanhebungen nicht vollständig in die laufende Verzinsung der 10-jährigen indischen Staatsanleihe übertragen werden. Diese dürfte bis Jahresende 2019 auf 8,5% ansteigen.

Abb. 62: Inflationsentwicklung in Prozent



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 63: Entwicklung des INR/EUR Wechselkurses



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

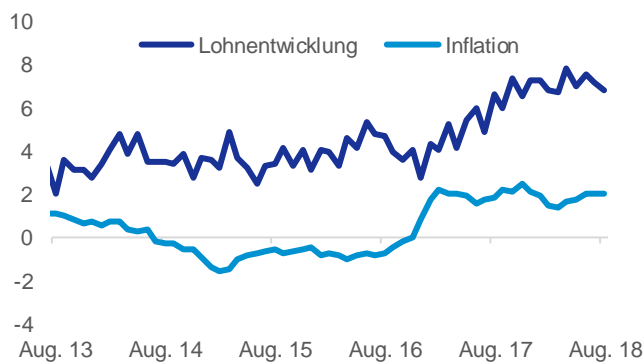
Polen, Ungarn und die Tschechische Republik

- CEE-3* zeigen zunehmend Zeichen einer Überhitzung
- Löhne wachsen schneller als die Produktivität, Inflation und Zinsen dürften steigen
- Die Währungen der Region sollten sich in 2019 stabil zum Euro entwickeln können

CEE-3 weiter mit gutem Wachstum, Inflation muss aber beobachtet werden

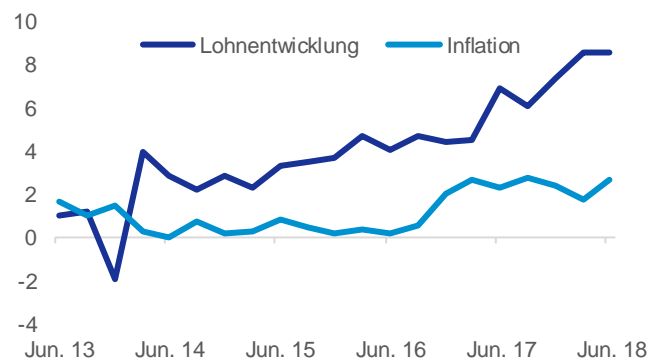
Die Tschechische Republik ist einen Schritt voraus. Im Gegensatz zu Polen und Ungarn steigen die Zinsen dort bereits. Viermal wurde der Leitzins seit Mitte 2017 angehoben, eine weitere Anhebung dürfte noch in diesem Jahr, zwei weitere sollten 2019 folgen. Die tschechische Nationalbank reagiert damit auf das solide Wirtschaftswachstum und insbesondere den starken Anstieg der Löhne, was die Inflation bereits über das Ziel der Zentralbank gehoben hatte. In Polen ist die Zentralbank noch nicht so weit. Die Inflation ist aber nicht das zwingend gleiche Problem. Auch wenn die Löhne in den letzten Monaten mit rund 7% deutlich schneller anstiegen als die Produktivität. Die Knappheit am Arbeitsmarkt belastet inzwischen schon das Wachstum – einige Unternehmen haben bereits gemeldet geplante Projekte wieder abgesagt zu haben, da passende Arbeitskräfte fehlen.

Abb. 64: Lohnentwicklung und Inflation in Polen



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 65: Lohnentwicklung und Inflation in Tschechien



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

*Das Glossar auf Seite 47 enthält weitere Erläuterungen
Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

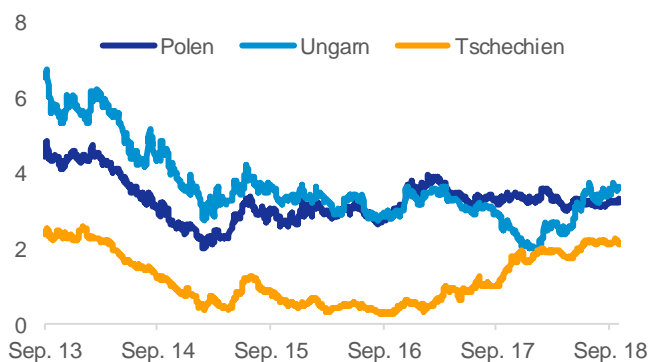
Zinsanhebungen in der Region erwartet

Die polnische Zentralbank scheint noch nicht gewillt die Zügel zu straffen und ließ zuletzt noch verkünden, dass der Leitzins bis Ende 2020 unverändert bleiben wird. Die Deutsche Bank geht davon aus, dass diese Einschätzung zu optimistisch ist. Die Inflation dürfte auch in Polen im kommenden Jahr deutlich schneller steigen als die Zentralbank erwartet und sollte diese im Herbst 2019 zum ersten Leitzinsanstieg zwingen. In Ungarn hat die Zentralbank zumindest angekündigt in den kommenden Monaten die Geldpolitik normalisieren zu wollen. Eine ganze Reihe von unorthodoxen Maßnahmen bedeutet aber auch, dass dies ein längerer Prozess sein dürfte. Zuletzt stieg die Inflation jedoch deutlich an und dürfte das Jahr bei über 3% beenden, sowohl in diesem als auch im kommenden Jahr. Die Deutsche Bank geht davon aus, dass die ungarische Zentralbank ihren Zinskorridor der momentan zwischen -0,15% und 0,9% verläuft kontinuierlich einengen wird, sodass das obere Ende wieder als Leitzins und Signal für den Interbankenzins fungieren kann.

Währungen sollten sich stabil entwickeln.

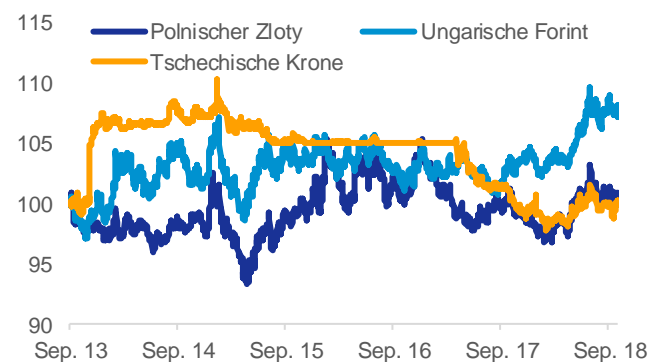
Zinsanhebungen dürften also bald in allen drei Ländern auf dem Programm stehen. Diese werden, gemessen an Terminkontrakten, aber vom Markt bereits weitestgehend erwartet. Eine signifikante Aufwertung ist daher nicht zu erwarten. Enttäuschen die Zentralbanken allerdings die Erwartungen und bleiben weiterhin ihrer sehr lockeren Geldpolitik treu, allen voran in Polen und Ungarn, dürfte ein Zinsanstieg durch die Eurozone die Währungen unter Druck setzen. Steigende Leitzinsen und Inflationsniveaus dürften auch zu einem Anstieg der laufenden Verzinsung bei 10-jährigen Staatsanleihen der Region beitragen, was zu einer Stabilisierung der Währungen beitragen sollte. Die Deutsche Bank erwartet den Wechselkurs EUR/CZK zum Jahresende 2019 bei 24,9; den EUR/HUF bei 325 und EUR/PLN bei 4,30.

Abb. 66: Renditeentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 67: Indexierte (01.09.2013 = 100) Entwicklung ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

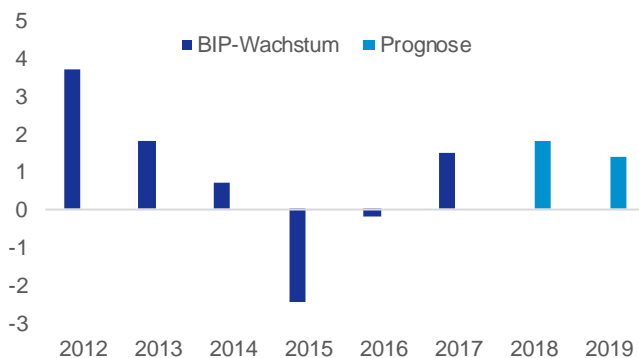
Russland

- Die Deutsche Bank rechnet im kommenden Jahr mit einer Wachstumsrate von 1,4%
- Der hohe Ölpreis kommt der russischen Wirtschaft zugute
- Die Wirtschaft dürfte sich im kommenden Jahr stabilisieren, genau wie der Rubel

Wirtschaftswachstum zeigt sich stabil, politische Unsicherheit belastet

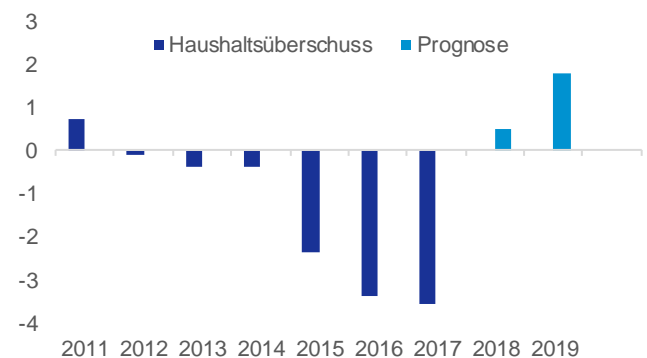
Die russische Wirtschaft konnte sich 2018 weiter erholen und dürfte in diesem Jahr um 1,8% wachsen. Schneller wuchs die Wirtschaft zuletzt 2012. Auch für 2019 wird das Wachstum mit 1,4% robust erwartet. Das Wachstum ist damit stabil, allerdings für ein Schwellenland nicht besonders hoch. Die russische Regierung setzt weiterhin auf eine Haushaltskonsolidierung, weswegen im kommenden Jahr eine Anhebung der Mehrwertsteuer geplant ist. Diese dürfte auf dem privaten Konsum lasten, welcher nach 4% in diesem mit 1,9% im nächsten Jahr deutlich langsamer wachsen dürfte. Zudem besteht noch immer das Risiko weiterer Sanktionen der USA gegen Russland. Die letzten Sanktionen haben das Land zwar nicht so stark getroffen, eine weitere Eskalation ist aber nicht auszuschließen.

Abb. 68: BIP-Wachstum Russlands in Prozent ggü. dem Vorjahr



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 69: Haushaltsüberschuss Russlands in Prozent des BIP



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

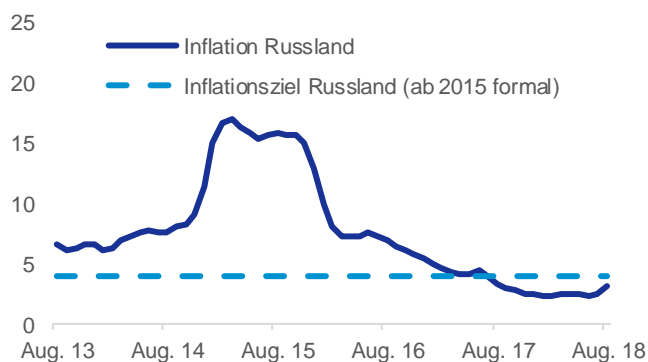
Hoher Ölpreis kann Sanktionen teilweise kompensieren

Öl macht rund 40% der russischen Exporte aus, daher bleibt Russland abhängig vom Ölpreis. Dies sollte sich 2018 ändern: die russische Regierung hatte geplant Teile der Öleinkünfte in den Staatsfond einzubringen, um die Wirtschaft langfristig unabhängiger vom Öl zu machen. Diese Regel wurde daraufhin aber direkt wieder außer Kraft gesetzt, was bis auf weiteres auch so bleiben dürfte. Im kommenden Jahr wird der Ölpreis ähnlich hoch erwartet wie in diesem Jahr. Anhaltend hohe Einnahmen aus dem Ölexport erlauben es der russischen Wirtschaft daher die Auswirkungen der Sanktionen zumindest teilweise zu kompensieren. Der Rubel hat unter der Ankündigung der Sanktionen gelitten und in diesem Jahr bisher über 10% gegenüber dem Euro verloren. Um der Schwäche des Rubels entgegenzuwirken und die Inflation unter Kontrolle zu halten, hat die russische Zentralbank zuletzt proaktiv den Leitzins um 25 Basispunkte auf 7,5% angehoben. Aufgrund der anhaltend niedrigen Inflation haben Marktteilnehmer eine Absenkung erwartet.

Kreml arbeitet an Haushaltskonsolidierung

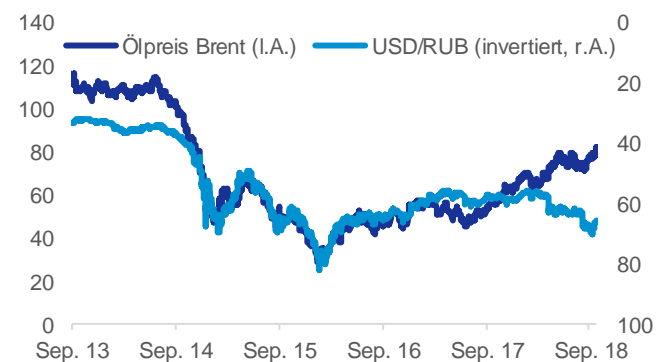
Die Inflation dürfte zwar noch in diesem Jahr auf über 4% steigen, mit durchschnittlich 4,7% im kommenden Jahr sollte die Zentralbank aber nicht zu weiteren Leitzinsanhebungen gezwungen sein. Die Deutsche Bank geht daher davon aus, dass die Zentralbank, angesichts der niedrigeren Wachstumsdynamik im kommenden Jahr, den Leitzins wieder absenken wird. Bleiben politische Überraschungen aus, sollte sich die russische Wirtschaft auch im nächsten Jahr stabil zeigen. Neben dem robusten Wachstum und stabilen Inflation dürften die relativ hohen realen Zinsen erneut das Interesse internationaler Investoren wecken. Der Rubel sollte sich im kommenden Jahr angesichts dieser Aussichten stabilisieren können. Zum Jahresende 2019 erwartet die Deutsche Bank den Wechselkurs EUR/RUB bei 76,60.

Abb. 70: Inflation und Inflationsziel Russlands



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 71: Brent Ölpreis in USD pro Barrel und USD/RUB Wechselkurs



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

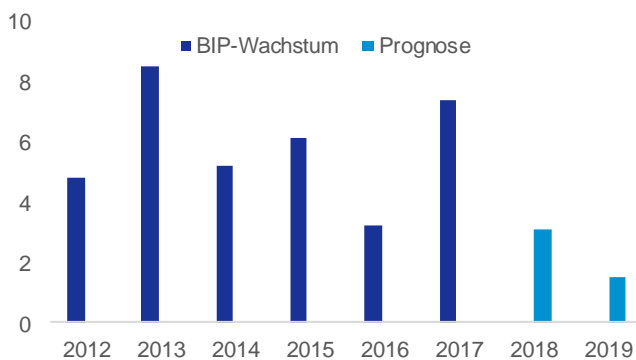
Türkei

- Die strukturellen Schwächen der türkischen Volkswirtschaft wurden 2018 offengelegt
- Die Situation und die Lira scheinen sich in den letzten Wochen zu stabilisieren
- Regierung offenbar noch nicht gewillt eine konventionelle Wirtschaftspolitik zu betreiben

Wer nicht hören will ...

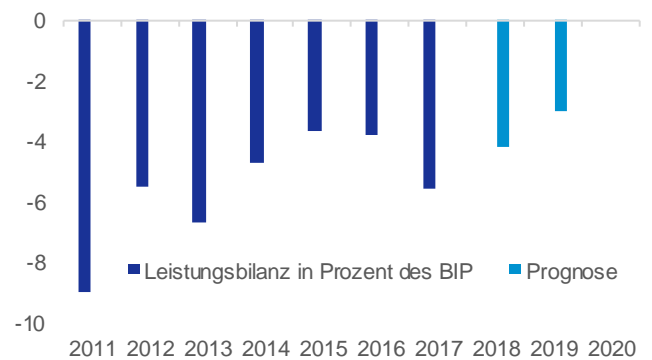
Volkswirte hatten immer wieder davor gewarnt, doch die Regierung in Ankara wollte davon nichts wissen. Seit Jahren zeigte die türkische Wirtschaft Anzeichen von Überhitzung. Die Verschuldung bei Unternehmen und Haushalten stieg kontinuierlich an, das Leistungsbilanzdefizit wurde immer größer und die Zentralbank schien die immer weiter steigende Inflation einfach zu ignorieren. Schlussendlich wurde die Türkei allerdings von der Realität eingeholt. Die türkische Lira hat in diesem Jahr fast 50% gegenüber dem Euro verloren. Im vierten Quartal dieses Jahres und im ersten Quartal nächsten Jahres rechnet die Deutsche Bank deshalb jeweils mit einem negativem BIP-Wachstum – die Türkei steht somit vor einer technischen Rezession.

Abb. 72: BIP-Wachstum der Türkei in Prozent ggü. dem Vorjahr



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Abb. 73: Leistungsbilanz der Türkei in Prozent des BIP



Quelle: Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Situation scheint sich zu stabilisieren

Das Schlimmste scheint aber vorerst vorbei. Die türkische Lira hat sich in den letzten Wochen stabilisiert. Die Auswirkungen werden dennoch lange zu spüren sein. Die Inflation dürfte noch eine ganze Weile über 20% liegen, was weit entfernt vom eigentlichen Ziel der Zentralbank ist. Um dieses wieder zu erreichen muss sie den Leitzins noch lange hoch halten – die Deutsche Bank erwartet eine weitere Anhebung im Januar – bevor dieser gegen Ende des Jahres 2019 wieder abgesenkt werden kann. Der hohe Zinssatz dürfte derweil auf der Konjunktur lasten, nach einem Wachstum von 3,1% in diesem Jahr, prognostiziert die Deutsche Bank gerade einmal ein Plus von 1,5% für 2019. Die laufende Verzinsung bei 10-jährigen türkischen Staatsanleihen dürfte sich derweil schneller wieder erholen. Zum Jahresende 2019 sollte diese wieder in Richtung 10% gefallen sein.

Strukturelle Schwächen der türkischen Volkswirtschaft bleiben bestehen

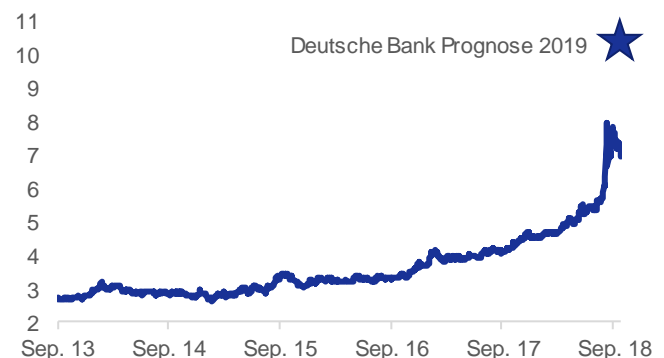
Die Unsicherheiten bleiben allerdings hoch. Vollmundig wurde im September die Vorstellung eines neuen volkswirtschaftlichen Plans angekündigt. Dieser Plan enthielt allerdings keine Details und Zeiträume, sodass die Ankündigungen der fiskalischen Konsolidierung nicht zu validieren sind. Die Regierung hat immer wieder deutlich gemacht, dass sie nicht gewillt ist mit konventionellen Mitteln die Krise zu überwinden. Insbesondere Präsident Erdogan verschreckt noch immer regelmäßig internationale Investoren mit Aussagen die jeglichem volkswirtschaftlichen Verständnis entbehren. Das Risiko weiterer Abwertungen bleibt daher groß, aber selbst ohne erneute Krise sollte die türkische Lira auch 2019 unter Druck bleiben. Das Leistungsbilanzdefizit ist immer noch groß und könnte auch im kommenden Jahr 3% des BIP betragen. Die Lira dürfte weiter abwerten. Bis Jahresende 2018 sollte der Wechselkurs EUR/TRY auf über 10 steigen.

Abb. 74: Renditeentwicklung 10-jähriger türkischer Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 05.10.2018

Abb. 75: Entwicklung des TRY/EUR Wechselkurses



Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank; Stand: 05.10.2018

Hinweis: Wertentwicklungen der Vergangenheit und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Glossar

Brexit

Brexit ist ein Schachtelwort aus „Britain“ und „Exit“; es steht für den Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union (EU).

Bruttoinlandsprodukt (BIP)

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) gibt den Gesamtwert aller Güter, d. h. Waren und Dienstleistungen, an, die innerhalb eines Jahres innerhalb der Landesgrenzen einer Volkswirtschaft hergestellt wurden nach Abzug aller Vorleistungen.

CEE-3

CEE-3 (Englisch: Central and Eastern Europe - 3; Deutsch: Mittel- und Osteuropa - 3), ist ein Begriff, der die Länder Polen, Tschechien und Ungarn umfasst.

CETA

CETA (Comprehensive Economic and Trade Agreement), ist ein EU-kanadisches Freihandelsabkommen. Der Vertrag enthält umfassende Handels- und Zollerleichterungen.

Federal Reserve (Fed)

Das Federal Reserve System (Fed) ist das Zentralbank-System der Vereinigten Staaten. Es besteht aus dem Board of Governors, zwölf regionalen Federal Reserve Banks, dem Federal Open Market Committee (FOMC), einer Vielzahl von Mitgliedsbanken (Mitgliedspflicht ab einer bestimmten Größe) und anderen Institutionen.

KOF Frühindikator

Das KOF-Konjunkturbarometer ist ein Frühindikator für die Entwicklung der Schweizer Konjunktur. Er kombiniert 12 Indikatoren, die mit Verbrauchervertrauen, Bankvertrauen, Produktion, Neubestellungen und Wohnbau verbunden sind.

Midterm-Elections

Als Midterm-Elections werden jene Wahlen in den Vereinigten Staaten bezeichnet, die in der Mitte der vierjährigen Amtszeit des Präsidenten stattfinden. Nach dem Wahlrecht der USA werden alle zwei Jahre ein Drittel der Senatoren und das gesamte Repräsentantenhaus neu bestimmt.

Potenzialwachstum

Definiert die langfristige Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts bei einem normalen Grad der Auslastung der Wirtschaft insbesondere der Produktionskapazitäten.

Shibor

Shibor (Shanghai Interbank Offered Rate) ist der täglich festgelegte Referenzsatz im Interbankengeschäft, welche die 18 qualifizierten wichtigsten Banken im Kreis von Pan-Chinese Interbank Offering Center in Shanghai festlegen.

WTO

Die WTO ist eine internationale Organisation, die sich mit der Regelung von Handels- und Wirtschaftsbeziehungen beschäftigt. Die WTO ist neben dem IWF und der Weltbank eine der zentralen internationalen Organisationen, die Handels- und Wirtschaftspolitik mit globaler Reichweite verhandelt.

Wichtige Hinweise

Soweit in diesem Magazin von Deutsche Bank die Rede ist, bezieht sich dies auf die Angebote der Deutsche Bank AG und der DB Privat- und Firmenkundenbank AG. Wir weisen darauf hin, dass die in dieser Publikation enthaltenen Angaben keine Anlageberatung darstellen, sondern ausschließlich der Information dienen.

Aus der Wertentwicklung in der Vergangenheit kann nicht auf zukünftige Erträge geschlossen werden.

HINWEIS: Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte sind nicht nach den Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt. Es besteht kein Verbot für den Ersteller oder für das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen, vor bzw. nach Veröffentlichung dieser Unterlagen mit den entsprechenden Finanzinstrumenten zu handeln.

Die Deutsche Bank AG unterliegt der Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

© Deutsche Bank AG 2018