



# Weltwirtschaftlicher Ausblick – Kurzfassung

Ausblick 2019: Abflachung des Wachstums, aber kein Einbruch 28. Dezember 2018

## Makroprognosen



Welt

- Die Schwankungen an den Märkten und die zuletzt schwächeren Konjunkturdaten deuten darauf hin, dass das Wachstum – wie von uns prognostiziert – langsam abflacht. Insgesamt bleibt die Weltwirtschaft aufgrund begrenzter freier Kapazitäten und zunehmender Engpässe am Arbeitsmarkt auch 2019 auf Expansionskurs. In den USA verliert die Konjunktur in den kommenden Quartalen nur moderat an Tempo, während die Verlangsamung im Euroraum deutlicher ausfällt. In den Schwellenländern hingegen bleibt das Wachstum – trotz der Abkühlung in China – weiterhin hoch.
- Freilich gibt es viele Gründe, weshalb unser Basisszenario zu rosig sein könnte. Bei Erschütterungen in der Wirtschaft etwa würde die Konjunktur schneller abkühlen als von uns erwartet oder an den Märkten eingepreist. Auch bei einer aggressiven quantitativen Straffung der Geldpolitik, Eintreten der politischen Risiken (harter Brexit, durch die hohe Staatsverschuldung in Italien ausgelöste Schocks), frühzeitigem Abgleiten in die Rezession und deutlichen Korrekturen an den Finanzmärkten dürfte sich unsere Prognose als zu optimistisch erweisen.



USA

- Die US-Wirtschaft wird voraussichtlich auch in den kommenden Quartalen weiter robust über Trend wachsen, wenn auch mit etwas moderaterem Tempo. Für das gesamte Jahr 2019 rechnen wir aufgrund der lebhaften Konsumnachfrage und insgesamt solider Investitionen mit einem BIP-Wachstum von 2,7%. 2020 dürften dann noch 2,1% erreicht werden. Rückenwind kommt von den steuerlichen Entlastungen und den höheren Staatsausgaben, die die Konjunktur voraussichtlich bis in das Jahr 2020 stützen.
- Ein Abgleiten in die Rezession ist 2019 nicht zu erwarten. Gegen einen massiven Einbruch der US-Konjunktur sprechen das Fehlen von Übertreibungen, das kräftigere Lohnwachstum, die auf den niedrigsten Stand seit 50 Jahren gefallene Arbeitslosigkeit sowie die sich abzeichnenden Produktivitätssteigerungen.
- Gleichwohl drohen Abwärtsrisiken – insbesondere bei 1) Verhängung höherer Strafzölle im Zuge einer Ausweitung des Handelskonflikts, 2) Eskalation der in Europa bestehenden Probleme (Brexit, Italienkrise), 3) Nichtlinearitäten in der Phillips-Kurve und steigender Inflation und 4) Verflachung der Renditekurve, die als Indikator für eine Konjunkturabkühlung gilt.



Euroraum

- Unsere BIP-Prognosen für den Euroraum haben wir nach unten angepasst. Statt 1,7% erwarten wir für 2019 nur noch eine Rate von 1,4%, gefolgt von 1,3% im Jahr 2020. Damit würde die Wirtschaft auch weiter über Potenzial wachsen, wobei der außenwirtschaftliche Gegenwind zunimmt. So ist der Einkaufsmanagerindex für das exportorientierte Verarbeitende Gewerbe auf den niedrigsten Stand seit zwei Jahren gesunken. Die globale Nachfrage nach Exporten ist wieder so niedrig wie zuletzt 2016, und jüngste Umfragen deuten auf eine Eintrübung der Unternehmensstimmung in Deutschland, Frankreich und Italien. Auch die EZB rechnet mit einer Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik und hat ihre BIP-Projektionen für 2019 entsprechend gesenkt.
- Durch die nach wie vor robuste Binnenkonjunktur könnte der Gegenwind seitens der Exportnachfrage zumindest teilweise konterkariert werden. Denn die Löhne steigen wieder kräftiger (~2,5%), die Produktivität nimmt zu (~0,75%), die Gewinnmargen sind stabil und die Arbeitslosenquote sinkt weiter. Zudem sind die Finanzierungsbedingungen aufgrund des weiterhin sehr akkommodierenden Kurses der EZB locker.



## Ausblick 2019: Abflachung des Wachstums, aber kein Einbruch

- Abwärtsrisiken dominieren den Risikoausblick, insbesondere ungeordneter Brexit und Schuldenkrise in Italien.



China

- Nach 6,6% in diesem Jahr dürfte sich das Wachstum in China auf 6,3% im Jahr 2019 und 6,0% im Jahr 2020 abschwächen.
- Zwar drohen durch den US-chinesischen Handelskonflikt und die damit verbundenen Negativeffekte für die Exporte weiterhin erhebliche Risiken. Als größter Bremsklotz dürfte sich aber die Abkühlung am Immobilienmarkt erweisen.
- Die Makrodaten für November bestätigten das negative Signal. So sind die Landverkäufe um 2,7% im Vergleich zum Vorjahr eingebrochen (-11,4% 3M gleit. Durchschnitt). Die Autoverkäufe verliefen weiter schleppend, die Industrieproduktion ist (nach einem Plus von 5,9% im Oktober) nur noch um 5,4% gg. Vj. gestiegen, und der Anstieg der Einzelhandelsumsätze fiel mit 8,1% schwächer als im Oktober (8,6%) aus.
- Wir gehen davon aus, dass die chinesische Regierung an ihrem aktuellen Kurs festhält und Anfang des Jahres die Steuern weiter senkt sowie die Regulierung am Immobilienmarkt lockert. Seitens der PBoC erwarten wir drei Senkungen der Mindestreserveanforderungen (um jeweils 100 Bp.). Zinserhöhungen schließen wir angesichts der nur langsam steigenden Inflation aus.



Schwellenländer

- Der in die Verlängerung gehende globale Wirtschaftszyklus dürfte sich positiv auf die Schwellenländer auswirken. Für 2019 rechnen wir mit einem Wachstum von 4,7%, für 2020 mit 4,8%.
- Angesichts der geringen Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession, der allmählichen Straffung der Geldpolitik und der erwarteten Dollarschwäche scheinen die Liquiditätsorgen, denen im vergangenen Jahr die Schwellenländer ausgesetzt waren, 2019 geringer.
- Die einzelnen Regionen befinden sich in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus. Lateinamerika dürfte dank der Impulse aus Brasilien langsam aufschließen. In Asien hingegen hat das Wachstum seinen Höhepunkt erreicht und dürfte im Zuge der Abkühlung in China bis ins Jahr 2020 an Schwung verlieren. Im Raum EMEA sind die Aussichten düster. Dies gilt vor allem für Zentraleuropa. Südafrika hingegen ist auf dem Erholungspfad.
- In Indien, Argentinien, Indonesien und Südafrika bevorstehende Wahlen könnten für Wachstumsimpulse sorgen.

Geldpolitik

- Fed: Statt vier nur noch drei Zinsschritte im Jahr 2019 erwartet
- EZB: QE endet zum Jahresende, eine erste Anhebung des Einlagensatzes um 15 Bp. erwarten wir nun nicht mehr für September 2019, sondern erst für März 2020
- BoJ: Diskussion in den kommenden 2–3 Jahren über eine Umstellung des geldpolitischen Inflationsziels auf ein Wachstums- oder Preisziel
- BoE: Ein Zinsschritt im August 2019. Bei einer frühzeitigen Brexit-Lösung ist ein Vorziehen der Anhebung resp. eine Erhöhung des Tempos denkbar
- PBoC: Drei Senkungen der Mindestreserveanforderungen (von jeweils 100 Bp.) im Jahr 2019

Wichtige Abwärtsrisiken

- Ungeordneter Brexit: Angesichts der aktuellen Pattsituation im britischen Parlament steigt das Risiko, dass Großbritannien die EU ohne Abkommen verlässt. Die Abstimmung über den Vertragsentwurf soll nun in der Woche vom 14. Januar stattfinden. Beide Seiten haben inzwischen ihre Vorbereitungen für einen harten Brexit verstärkt.



## Ausblick 2019: Abflachung des Wachstums, aber kein Einbruch

- Italien, Frankreich und Europawahl: Der fortgesetzte Konfrontationskurs zwischen Italien und der Europäischen Kommission, die weitere Eskalation der Gelbwesten-Proteste in Frankreich bzw. die Unsicherheit wegen der Europawahl Ende Mai könnten für erhöhte Volatilität sorgen und das Wachstum bremsen.
- Handelskonflikt: Kommt es zwischen den USA und China zu keiner Einigung, drohen Strafzölle auf EU-Autos resp. restliche China-Importe. Eskaliert der Konflikt weiter, könnte er in einen Handelskrieg münden.

### Schlüsselthemen

- Auch wenn ein harter Brexit nicht unser Basisszenario ist, ist die Gefahr, dass Großbritannien die EU ohne Abkommen verlässt, aufgrund der aktuellen Pattsituation gestiegen. Zwar dürfte dem Abkommen in seiner aktuellen Fassung im britischen Parlament eine Niederlage drohen, weitreichende Änderungen scheinen aus unserer Sicht aber eher unwahrscheinlich. Dennoch gehen wir von einem geordneten Austritt aus. Entsprechend könnte das Pfund hierdurch aufwerten.
- Italien: Der überarbeitete Haushaltsplan, der unter anderem ein niedriges Defizit von 2,04% des BIP vorsieht, wurde zwischenzeitlich von der Europäischen Kommission gewürdigt. Ein Defizitverfahren dürfte also vorerst vom Tisch sein, vorausgesetzt alle vereinbarten Maßnahmen werden im Verlauf des kommenden Jahres umgesetzt. Da Italien trotz der Minderausgaben weiter gegen die EU-Regeln verstößt, ist aber nicht auszuschließen, dass der Konflikt wieder aufflammt. Schließlich geben das im Vergleich zum EU-Durchschnitt schwache Wirtschaftswachstum und der hohe Schuldenstand Anlass zur Sorge.
- Handelskrieg; Zwischen den USA und China hat das verbale Wettrüsten infolge des im November vereinbarten 90-tägigen Waffenstillstands (bis zu dessen Ablauf höhere Zölle ausgesetzt sind) leicht an Schärfe verloren. Die jüngsten Ereignisse um Huawei und Apple machen die anstehenden Handelsgespräche aber sicherlich nicht leichter. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Eskalation über die Handels- und Zollpolitik hinaus denkbar. Die Wahrscheinlichkeit, dass bis 1. März ein Handelsabkommen steht, liegt aus unserer Sicht bei gerade mal 30%.

### Marktprognosen

#### Marktstimmung

- **Risiken nehmen zu:** Zwar sind die Rahmenbedingungen nach wie vor robust. Gleichwohl steigen mit Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung die Risiken.
- Volatilitätsausschläge werden im weiteren Verlauf häufiger.

#### Aktien

- **Optimistisch für US-Aktien.** Hohe Gewinne, robustes zugrundeliegendes Wachstum.
- Aktuell überverkauft, nicht in Einklang mit dem Konjunkturausblick.

#### Staatsanleihen

- **Strategisch pessimistisch.** Wir erwarten weitere Zinserhöhungen seitens der Fed, höhere Inflationsraten sowie von niedrigen Niveaus ansteigende Laufzeitprämien.
- In Europa dürften trotz der schwächeren Wachstumsdynamik die Renditen steigen, da die EZB ihre Anleihekäufe einstellt.

#### Devisen

- **US-Dollar: längerfristig unter Druck**, kurzfristig ausgeglichen. Strategisch rechnen wir im kommenden Jahr mit einer weiteren Abwertung des Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen. Gegenüber dem Yuan hingegen dürfte sich der Höhenflug der US-Währung fortsetzen.
- **Euro: optimistisch für 2019.** Im Euroraum rechnen wir nach wie vor mit einer konjunkturellen Erholung sowie einer Stabilisierung der Kapitalflüsse und einem hohen Leistungsbilanzdefizit.
- **Yen: eher optimistisch.** Aufwertung gegenüber US-Dollar das wahrscheinlichste Szenario.



## Ausblick 2019: Abflachung des Wachstums, aber kein Einbruch

---

- Unternehmensanleihen — **Strukturelle Ausweitung, kurzfristig Korrektur.** Kurzfristige Korrektur der Spreads in Q1 2019, gefolgt von struktureller Ausweitung im weiteren Jahresverlauf. Im kommenden Jahr dürften EUR-Unternehmensanleihen outperformen, da diese gegenüber USD-HY-Anleihen vergleichsweise billig erscheinen.
- 
- Schwellenländer — **Schwellenländer-Devisen und Staatsanleihen bevorzugt.** Trotz Abwärtsrevisionen bleibt das Wachstum in den Schwellenländern hoch. Die Liquiditätssorgen, denen im vergangenen Jahr vor allem die anfälligeren Länder ausgesetzt waren, dürften 2019 gebannt sein.
- Vom über Potenzial liegenden Wachstum der Weltwirtschaft, der Dollarschwäche, den eingedämmten Überhitzungsrisiken in den USA und der allmählichen Straffung der Geldpolitik dürften insbesondere Devisen, aber auch HY-Anleihen und Kreditmärkte in den Schwellenländern profitieren.
- 
- Öl — Die von der OPEC angekündigten Produktionskürzungen tragen zur Stabilisierung des Ölpreises bei, wodurch ein weiterer Preisverfall kompensiert werden dürfte. Für 2019 ist dennoch ein leichter Angebotsüberschuss zu erwarten, daher dürften die Preise unterhalb des langfristigen Gleichgewichtspreises notieren. Kurzfristig keine klare Richtung aufgrund der negativen Risikostimmung und der schlechteren Beurteilung der wirtschaftlichen Lage. Leichtes Aufwärtspotenzial in Q1 2019.



## Ausblick 2019: Abflachung des Wachstums, aber kein Einbruch

### BIP-Wachstum (%)

	2017	2018	2019P	2020P
Global	3,8	3,8	3,6	3,5
USA	2,2	2,9	2,7	2,1
Euroraum	2,5	1,9	1,4	1,3
Deutschland	2,2	1,6	1,3	1,4
Japan	1,9	0,7	0,7	0,2
Großbritannien	1,7	1,3	1,6	1,4
China	6,9	6,6	6,3	6,0

### Wichtige Marktkennzahlen

	Aktuell	Q2 19P	Q4 19P
US 10J-Renditen (%)	2,76	3,40	3,30
EUR 10J-Renditen (%)	0,23	0,53	0,68
EUR/USD	1,145	1,18	1,25
USD/JPY	112	108	105
S&P 500	2.507		3.250
Stoxx 600	339		345
Oil WTI (USD/Barrel)	47	54	54
Oil Brent (USD/Barrel)	56	63	63

Aktuelle Preise vom 20.12.2018

### Leitzinsen (%)

	Aktuell	2019P	2020P
USA	2,125	3,125	3,375
Euroraum	0,00	0,00	0,25
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
Großbritannien	0,75	1,00	1,50
China	1,50	1,50	1,50

Original in englischer Sprache: 20. Dezember 2018

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

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

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

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