



# Einen Schritt zurücktreten

marcos.arana@db.com  
matthew.luzzetti@db.com  
michael.hsueh@db.com

31. Juli 2017

Originalveröffentlichung in Englisch: 25. Juli 2017

# Der Monat im Rückblick



Yellen indicates that Fed may not need to hike rates much more  
CNBC, 12. Juli 2017

China's economy beats outlook, grows 6.9% in Q2  
Market Watch, 16. Juli 2017

US inflation decline is too persistent to ignore  
FT, 16. Juli 2017

**Hawkish Central Bankers Spark a Debate About the End of Easy Money**  
Bloomberg, 6. Juli 2017

Bank of Canada joins the Fed in hiking interest rates  
ForexPromos, 14. Juli 2017

**ECB Tapering Decision May Take Until October**  
Bloomberg, 21. Juli 2017

Euro hits nearly two-year high after Draghi comments; dollar tumbles  
Market Watch, 20. Juli 2017

**Wall Street at new highs as tech breaches dot-com era record**  
CNBC, 12. Juli 2017

**Low Vol Leads To Big EM Inflows**  
Value Walk, 26. Juni 2017

*Health Care Overhaul Collapses as Two Republican Senators Defect*  
NYT, 26. Juni 2017

France wants hardest Brexit, says City envoy to EU  
FT, 16. Juli 2017

**UK Brexit bill talks hit impasse**  
FT, 19. Juli 2017

**An OPEC Country Breaks Ranks and Increases Oil Output**  
Bloomberg, 18. Juli 2017

**IMF says global recovery on firmer footing**  
Daily Mail, 23. Juli 2017

# Weltwirtschaftlicher Überblick, 31. Juli 2017: Einen Schritt zurücktreten

(Originalveröffentlichung in Englisch: 25. Juli 2017)



Zu Beginn der Sommerpause lohnt es sich, einen Schritt zurückzutreten und die Lage genau zu betrachten. Die Weltwirtschaft befindet sich in der besten Verfassung seit Jahren. Andere Zentralbanken können daher dem Beispiel der Fed folgen und allmählich aus der ultralockeren Geldpolitik aussteigen, was angesichts des schieren Umfangs der Lockerungen eine historische Herausforderung darstellt. Allerdings verharnt die Inflation weiterhin unter den Zielwerten, sodass eine wichtige Komponente für eine Normalisierung noch fehlt.

Die Engpässe am Arbeitsmarkt haben sich bisher nicht auf die Löhne – und damit die Inflation – ausgewirkt, dürften es aber künftig tun. Die Kerninflation sollte in den USA und in Europa mittelfristig anziehen, was für eine weitere Straffung der Geldpolitik und eine Normalisierung der Renditekurven spricht. Die Fed wird ihren Kurs am 26. Juli wohl nicht ändern, jedoch wahrscheinlich im September ein Auslaufen der Reinvestitionen ankündigen. Für Dezember erwarten wir eine weitere Zinsanhebung. Für die EZB liegen Zinserhöhungen noch in weiter Ferne; unseres Erachtens wird sie im Oktober eine weitere Verlängerung der QE bei einem geringeren Volumen ankündigen.

Unser globaler Makroausblick für dieses Jahr hat sich kaum geändert. Das Wachstum, das 2016 so schwach wie in keinem anderen Jahr seit der Krise war, sollte sich erholen. Wir sind für die USA optimistischer bzw. für Japan pessimistischer als der Konsens. In China rechnen wir weiterhin mit einer allmählichen Verlangsamung, sehen aber in der zweiten Jahreshälfte Aufwärtsrisiken für unsere Wachstumsprognose.

Insgesamt sind wir für riskante Vermögenswerte optimistisch; bei US-Aktien sehen wir für die kommenden 18 Monate beträchtliches Aufwärtspotenzial und in den Schwellenländern sollte die Performance positiv und ausgeglichener sein. Es gibt Anzeichen dafür, dass der Dollar-Wechselkurs seinen Höchststand überschritten hat; wir rechnen jedoch noch nicht mit einer merklichen Abwertung. Für den Euro sind wir optimistischer und sehen Aufwärtspotenzial gegenüber Dollar und Pfund Sterling. Die Renditekurven dürften sich allmählich normalisieren, könnten sich allerdings – abhängig von der Entwicklung der Kerninflation – plötzlich nach oben verschieben.

David Folkerts-Landau, Group Chief Economist

## Inhaltsverzeichnis

Einleitung	<ul style="list-style-type: none"><li>4 Boxen</li><li>Gesamtrendite</li></ul>
Einen Schritt zurücktreten	<ul style="list-style-type: none"><li>Weltwirtschaft</li><li>Geldpolitischer Kurs</li><li>Niedrige Inflationsraten</li></ul>
Makroökonomischer Ausblick	<ul style="list-style-type: none"><li>Weltwirtschaft</li><li>Wachstum in China</li><li>Politische Risiken</li></ul>
Marktprognosen	<ul style="list-style-type: none"><li>Zusammenfassung</li><li>Optimistisch für US-Aktien</li><li>Dollar erreicht Höchststand</li><li>Zinsnormalisierung</li><li>Schwellenländer in H2 2017</li></ul>

Der Inhalt dieser Präsentation wurde von der Global Strategy Group der Deutschen Bank bereitgestellt, die das Management und die Kunden der Bank in Bezug auf globale, wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen und allgemeine Marktrisiken berät. Diese Gruppe, der führende Researchmitarbeiter angehören, vertritt zuweilen andere Auffassungen und Prognosen als unser Research.

# Weltwirtschaft wächst synchron; anhaltend niedrige Inflationsraten lassen Zentralbanken zögern



## Konjunkturausblick

- **Wachstumsbeschleunigung von 3,1% auf 3,6% im Jahr 2017 bzw. auf 3,7% im Jahr 2018.** Wachstum verläuft so synchron wie seit sechs Jahren nicht mehr
- **Konjunkturbeschleunigung in den USA; voraussichtlich Wachstum von 2,5% im Schnitt der Jahre 2017 und 2018.** Begrenzte fiskalische Impulse, Rezessionsrisiko bleibt gering
- **Wachstum im Euroraum weiterhin über der Trendrate:** 1,9% im Jahr 2017; 1,6% im Jahr 2018. Expansion profitiert von geringeren politischen Risiken; Stärke des Euro wohl keine wesentliche Belastung
- **Schwellenländer: Wachstumsbelebung auf 4,7% bzw. 4,9% im Jahr 2017 bzw. 2018.** China hat Wachstumserwartungen übertroffen; Aufwärtsrisiko in H2 2017

## Prognosen zu wichtigen Themen

- **Zentralbanken auf Ausstiegspfad:** historisch expansive Politik wird allmählich normalisiert. Klarere Kehrtwende erfordert nachhaltige Inflationsbeschleunigung
- **Niedrige Inflation:** mittelfristige Prognose trotz jüngst enttäuschender US-Daten unverändert; Engpässe am Arbeitsmarkt sollten auf Lohnentwicklung und damit auch Inflation durchschlagen
- **Politische Risiken:** unser Basisszenario – hohe Ereignisrisiken treten nicht ein – verwirklicht sich. Eine Ausnahme stellen Großbritannien und die Brexit-Verhandlungen dar; dies ist allerdings eingepreist
- **Dollar erreicht Höchststand:** US-Dollar könnte nahe seines zyklischen Höchststands sein; keine deutliche Abwertung zu erwarten

## Zentralbanken

- **Fed:** Ankündigung der Bilanzreduzierung im September; nächster Zinsschritt im Dezember, drei weitere im Jahr 2018
- **EZB:** Ausstieg rückt langsam näher. Nächster Schritt: Verlängerung der QE bei geringerem Volumen; entsprechende Ankündigung wohl zum Jahresende
- **BoJ:** über weite Strecken des Jahres wohl keine Änderung des angestrebten Zinssatzes oder der Kontrolle der Renditekurve
- **BoE:** voraussichtlich abwartend; eventuell einmaliger Zinsschritt in den kommenden 12 Monaten, der aber keinen Anhebungszyklus einleitet
- **PBoC:** im Basisszenario keine Leitzinsanhebung in den Jahren 2017 und 2018, wobei aber die Wahrscheinlichkeit eines Zinsschritts im Jahr 2018 zunimmt
- **Schwellenländer:** niedrige Inflation ermöglicht weitere Lockerungen (zahlreiche lateinamerikanische, einige EMEA-Länder) bzw. weiteres Abwarten vor einer Straffung (Asien)

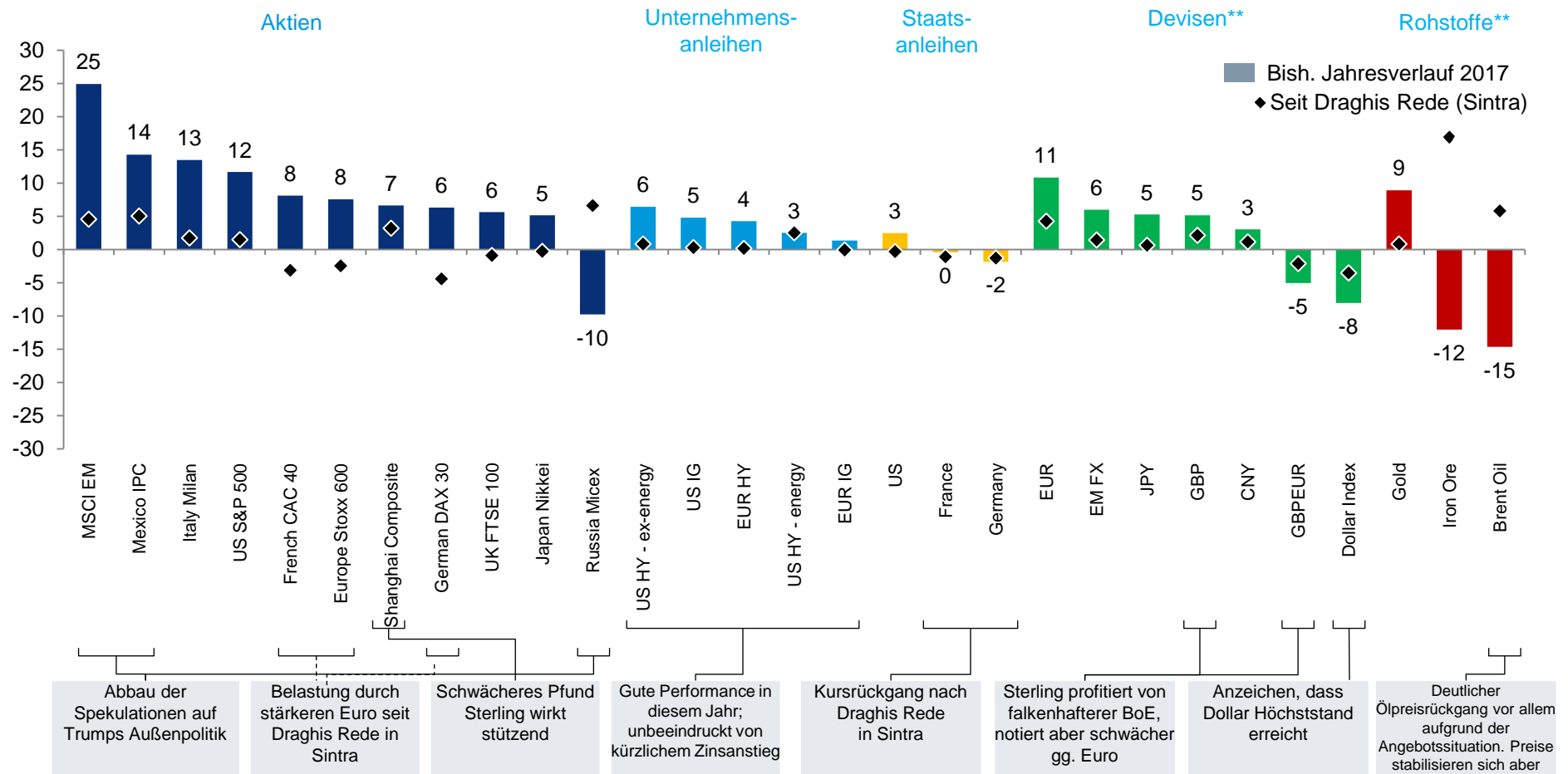
## Wichtige Abwärtsrisiken für unsere Prognosen

- M** **Geringe Inflationsraten deuten auf tiefer liegende Wachstumsprobleme hin**
- M** **Enttäuschung über Trump:** negative Auswirkungen der Politik überwiegen, **Erwartungen werden enttäuscht**, US-Wachstumsraten steigen nicht an
- M** **Finanzielle Instabilität in China:** Blase im Immobiliensektor erschläfft; steigender Dollar und höhere Renditen in Industrieländern führen zu Kapitalabflüssen und Druck auf RMB
- N** **Eskalation politischer Risiken in Europa bringt Erholung aus dem Tritt –** Italien gibt am meisten Anlass zur Sorge
- N** **Deglobalisierung:** Zunehmend freihandelsfeindliche Politik dämpft ohnehin lahmen Welthandel und verlangsamt das Wachstum merklich

# Riskante Vermögenswerte schneiden weiterhin gut ab. Restriktivere Kommentare der EZB wirken sich auf Vermögenswerte im Euroraum aus



## Renditen\* der einzelnen Assetklassen im Jahr 2017



Anm.: (\*) Die Gesamterträge setzt sich aus Erträgen (Zinsen oder Dividenden) und Kapitalgewinnen zusammen. (\*\*) Kassamarktrentrenditen für Devisen und Rohstoffe.

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research Stand: Börsenschluss am 26. Juni 2017

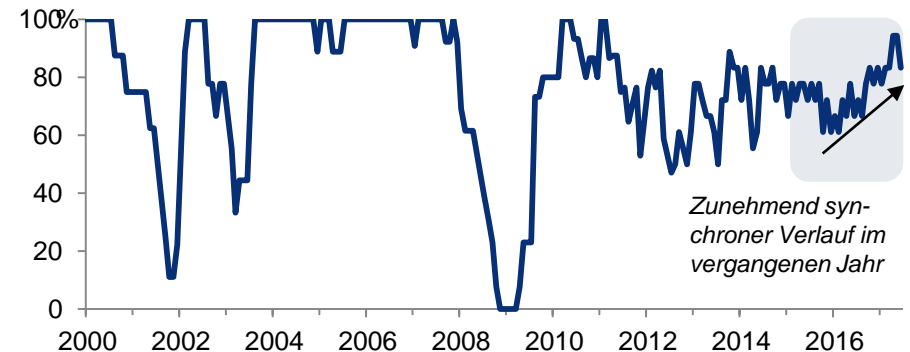
# Weltwirtschaft in der besten Verfassung seit Jahren



## Weltwirtschaft in besserer Verfassung

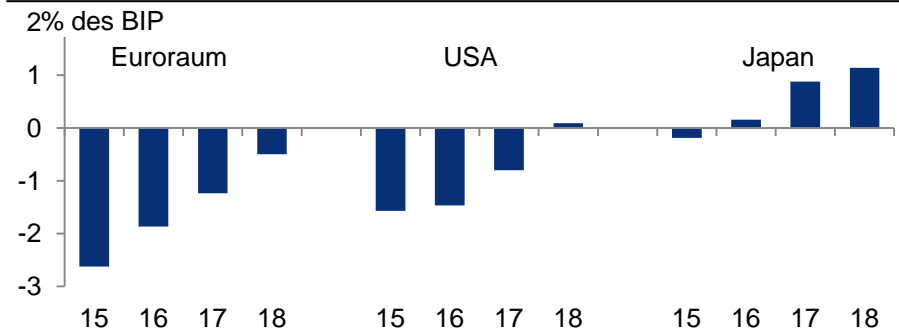
Weltwirtschaft	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Weltwirtschaft hat fünf Jahre mit niedrigem oder Nullwachstum überwunden</li> <li>▪ Wachstum belebt sich, nachdem 2016 die Talsohle (schwächste Rate seit der Krise) durchschritten wurde</li> </ul>
Breit basierter Aufschwung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wachstum verfügt weltweit über breite Basis</li> <li>▪ Wachstum verläuft so synchron wie seit sechs Jahren nicht mehr</li> </ul>
Freie Kapazitäten	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Freie Kapazitäten schrumpfen</li> <li>▪ Beschäftigungs- und Potenziallücke schließen sich in großen Industrieländern</li> </ul>
Politische Risiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Politisches Ereignisrisiko ist deutlich gesunken</li> <li>▪ Ausnahmen: Brexit und – in geringerem Umfang – Italien</li> </ul>

## Wachstum der Weltwirtschaft verläuft synchroner als seit Jahren



Anm.: Diffusionsindex berechnet in % der Einkaufsmanagerindizes über 50 (basierend auf 8 – 18 Ländern)  
 Quellen: Haver Analytics, Markit, Deutsche Bank Research

## Potenziallücke schließt sich in wichtigen Industrieländern/ist geschlossen



Anm.: (\*) Die Potenziallücke gibt den Umfang der freien Kapazitäten in der Wirtschaft an; es handelt sich um die Differenz zwischen tatsächlicher und potenzieller Produktion. Bei einer negativen Lücke produziert die Wirtschaft unter Potenzial.

Quellen: Haver Analytics, OECD, Deutsche Bank Research

# Zentralbanken konnten Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik einleiten



- Nach der Krise spielte nur die Geldpolitik eine aktive Rolle und kompensierte die restriktive Fiskalpolitik, die strikte (Finanzmarkt-)Regulierung und den Mangel an Reformen
- Dieser unausgeglichene Policy-Mix ist am Ende
  - Grenznutzen von monetären Lockerungen sinkt
  - Fiskalische Lockerungen gefordert, um zunehmende Ungleichheit zu bekämpfen
  - Regulatorische Straffung hat Höhepunkt erreicht
- 2016 war ein entscheidendes Jahr für den Kurs der Zentralbanken
  - BoJ erkannte als erste die ungünstigen Nebenwirkungen einer aggressiven monetären Lockerung; Renditekurvenkontrolle\* führte praktisch zu Tapering der QE
  - EZB folgte und führte „Tapering der QE“ sowie weitere Maßnahmen durch
  - Fed hob ihren Leitzins seit Dez. 2016 in drei Schritten an
  - Im Juli 2017 erhöhte die Bank of Canada ihren Leitzins als erste G10-Zentralbank nach der Fed
- Offensichtlich findet ein – wenn auch allmählicher – Kurswechsel hin zu einer restriktiveren Geldpolitik statt
- Auch andere politische Hebel dürften umgelegt werden
  - Risiko: fiskalische Lockerung oder Lockerung der Regulierung des Finanzsektors

„Im Zuge der Konjunkturerholung wird die Geldpolitik immer akkommodierender, wenn sie nicht angepasst wird. Die Zentralbank kann [entsprechende Anpassungen vornehmen] – nicht, um die Zügel fester anzuziehen, sondern um dafür zu sorgen, dass die Wirkung weitgehend unverändert bleibt.“  
*EZB-Präsident Mario Draghi, 27. Juni 2017 (eigene Übersetzung)*

„Sofern die Daten wie erwartet ausfallen, wäre es meines Erachtens sinnvoll, die seit dem vergangenen August erfolgte, zusätzliche Lockerung ab der zweiten Jahreshälfte zum Teil zurückzunehmen.“  
*Andy Haldane, Chefvolkswirt der BoE, 21. Juni 2017 (eigene Übersetzung)*

„[D]er derzeitige Ausblick rechtfertigt es, den geldpolitischen Stimulus etwas zu verringern. Weitere Anpassungen des Zielwerts für den Tagesgeldsatz hängen von der Entwicklung der Daten ab (...)“  
*Andy Haldane, Chefvolkswirt der BoE, 21. Juni 2017 (eigene Übersetzung)*

## Policy-Mix wird ausgeglichener

	Nach der Krise	Veränderung	Kommentar
Geldpolitik			▪ Allmähliche Straffung
Fiskalpolitik			▪ Risiko fiskalischer Lockerungen
Finanzielle Regulierung			▪ Straffung weitgehend vorüber
Struktur-reformen			▪ Gewisse Aufwärtsrisiken in Frankreich

# Fed, EZB und in geringerem Maße auch BoE bewegen sich auf Ausstieg zu



Federal Reserve



Europäische Zentralbank



Bank of England



Bank of Japan

	Federal Reserve	Europäische Zentralbank	Bank of England	Bank of Japan
Makro-Hintergrund	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gute Makrodaten, Wachstum über der Trendrate</li> <li>Vollbeschäftigung, Potenziallücke nahezu geschlossen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gute Makrodaten, Wachstum über der Trendrate</li> <li>Beschäftigungs- und Potenziallücke schließen sich stetig</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Konjunkturverlangsamung; wechselkursbedingter Schock für reale Einkommen belastet das Wachstum</li> <li>Nahe Vollbeschäftigung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Konjunkturverlangsamung zum Jahresbeginn 2018</li> <li>Inflation niedrig und deutlich unter dem Zielwert</li> </ul>
Zentrale Herausforderung	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinkende Inflationsraten sprechen gegen raschere Zinsanhebung</li> <li>Markt preist Zinsanhebungsprognosen der Fed nur widerstrebend ein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Starker Euro</li> <li>Inflationsbeschleunigung trägt sich noch nicht selbst</li> <li>Schwache Lohninflation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Einander widersprechende Ziele: höhere Inflation und schwächeres Pfund sprechen für höhere Zinsen, die jedoch das Wachstum dämpfen würden</li> <li>Auswirkungen der Brexit-Verhandlungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflation zieht trotz umfangreicher Impulse der BoJ nicht an</li> <li>Antizyklische Natur der Renditekurvenkontrolle*</li> </ul>
Geldpolitischer Kurs	<ul style="list-style-type: none"> <li>Allmählicher Ausstieg; Abweichungen vom Plan lassen sich nur schwer begründen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Langsamer und allmählicher Ausstieg</li> <li>Im Zuge der Konjunkturbelebung wirkt ein unveränderter Kurs zunehmend locker</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trotz falkenhafterer Rhetorik in den vergangenen Monaten unverändert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Unverändert</li> <li>Ausstiegsspekulationen derzeit nicht gerechtfertigt</li> <li>Taubenhafterer Kurs des Rats, da die Amtszeiten zweier Mitglieder auslaufen</li> </ul>
Unsere Prognosen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sep. 17: Ankündigung von geringeren Reinvestitionen</li> <li>Dez. 17: Zinsanhebung</li> <li>2018: drei Zinsanhebungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Okt. 17: Verlängerung der QE um 6 Monate, Volumen: EUR 40 Mrd./Monat</li> <li>Mitte 18: Anhebung des Einlagensatzes</li> <li>H2 18: voraussichtlich Verlängerung der QE mit geringerem Volumen</li> <li>Mitte 19: erste Zinsanhebungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Basisszenario: keine Kursänderung bis Ende 2018</li> <li>Eventuell einmaliger Zinsschritt in den kommenden 6-12 Monaten, der aber keinen Anhebungszyklus einleitet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>BoJ nicht unter Handlungsdruck</li> <li>Keine Änderung der Kurzfristzinsen oder der Renditekurvenkontrolle im Jahr 2017</li> </ul>



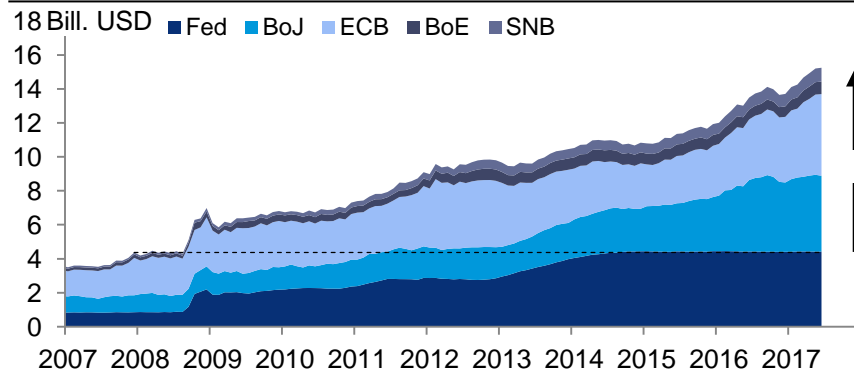
# Normalisierung der äußerst lockeren Geldpolitik stellt eine historische Herausforderung dar



- Seit der Krise hat die **umfangreichste und längste Lockerung der Geldpolitik in der modernen Geschichte stattgefunden**
  - Senkung der Leitzinsen auf Allzeittiefstände
  - Aufblähung der Zentralbankbilanzen durch QE; Zentralbanken in wichtigen Industrieländern halten größere Bestände denn je in ihren Bilanzen (USD 15 Bill.)
  - EZB, BoJ werden QE-Käufe auf absehbare Zeit fortsetzen
  - Völlig neuartiges geldpolitisches Experiment

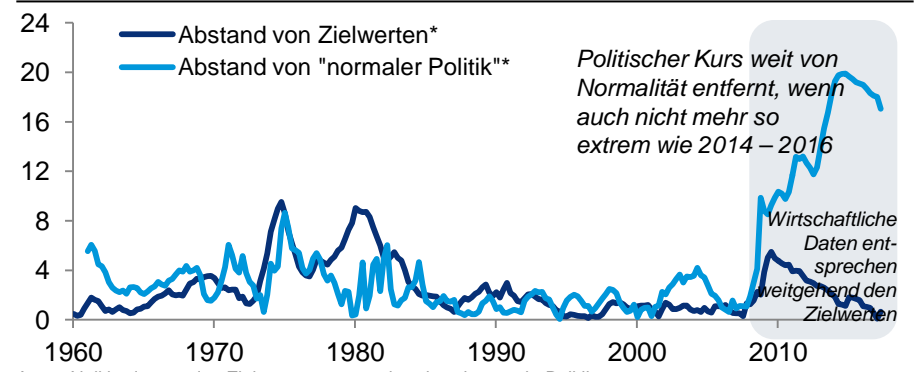
- Der Normalisierungsprozess selbst ist ebenfalls als neuartiges geldpolitisches Experiment anzusehen
  - Es gibt keine Vorbilder für einen derzeit umfangreichen Ausstieg
  - Geldpolitik weiterhin nicht normal, obwohl die Makro-Normalisierung weit fortgeschritten und in einigen Fällen nahezu abgeschlossen ist

Zentralbanken haben seit der Krise Aktiva im Wert von Billionen Dollar erworben – und EZB und BoJ kaufen weiter



Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank Research

In den USA wurde die Geldpolitik bei weitem noch nicht normalisiert, obwohl Arbeitslosenquote und Inflationsrate nahe den Zielwerten der Fed liegen



Anm.: Null bedeutet: den Zielwerten entsprechend und normale Politik

Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank Research

# Inflation als fehlendes Puzzleteil

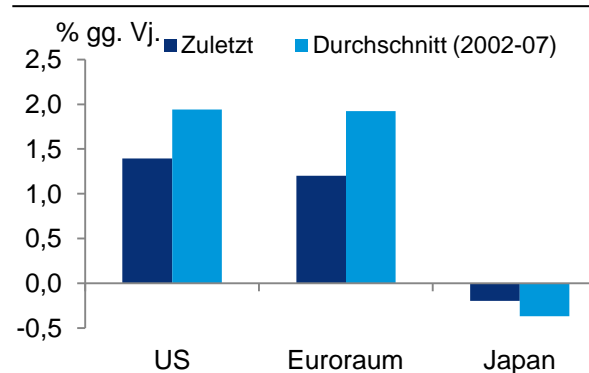


- Inflation liegt in wichtigen Industrieländern trotz des günstigeren makroökonomischen Umfelds weiterhin unter dem Zielwert

Umfelds weiterhin unter dem Zielwert

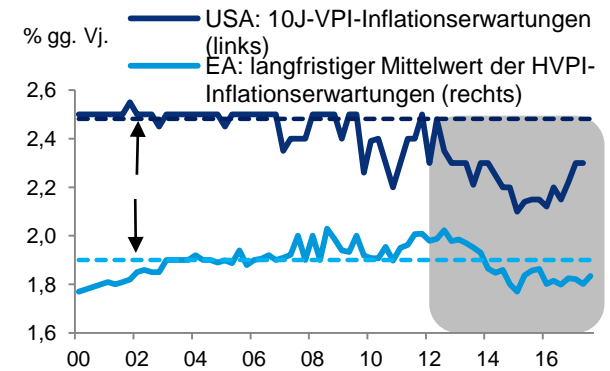
- Kernrate in den USA hat sich vor Kurzem verlangsamt, liegt ~0,5%-Punkte unter dem Zielwert
- Kernrate im Euroraum höher, aber ebenfalls unter dem Zielwert
- Kernrate in Japan rückläufig
- Dauerhaft zu niedrige Inflation
  - führt zu Rückgang der Inflationserwartungen
  - wirft Fragen zum Zusammenhang zwischen Inflation und freien Kapazitäten in der Wirtschaft auf
  - stellt eine Herausforderung für die Glaubwürdigkeit der Inflationspolitik der Zentralbanken dar
- Mittelfristige Inflationsprognosen weitgehend unverändert: Kernrate sollte dauerhaft anziehen
  - Aufwärtstrend in Europa hält an
  - In den USA voraussichtlich ab 2018
  - Engpässe am Arbeitsmarkt wirken sich auf Löhne und Inflation aus

Kernrate der Inflation unter dem Vorkrisendurchschnitt



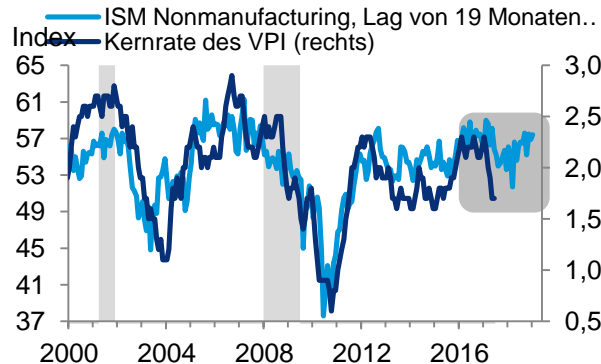
\* Kernrate des PCE-Index für die USA  
Quellen: Haver Analytics, nationale Quellen, Deutsche Bank Research

Inflationserwartungen sind gesunken



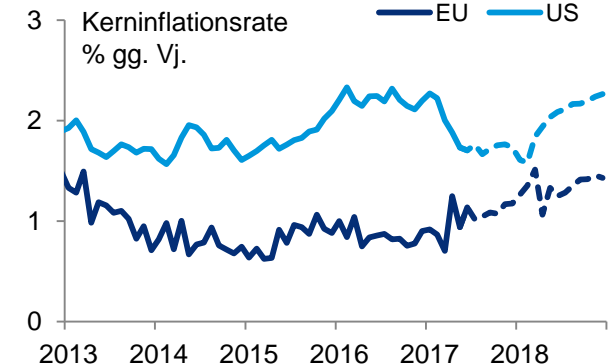
Quellen: Haver Analytics, Phil FRB, EZB, Deutsche Bank Research

Makromomentum spricht für Erholung der Kernrate



Quellen: Haver Analytics, BLS, ISM, Deutsche Bank Research

Kernrate dürfte von jüngstem Tiefstand aus wieder anziehen



Quellen: Haver Analytics, Eurostat, BLS, Deutsche Bank Research

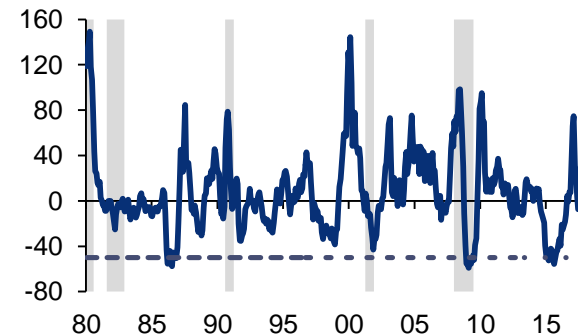
# Niedrige Inflationsraten und -erwartungen in den USA: Interessante Parallelen zu den 1960er und 1980er Jahren



- Die Inflation ist trotz geringer Arbeitslosigkeit niedrig. Dafür gibt es interessante historische Parallelen
- Ähnlichkeiten zu den 1980er Jahren: Ölpreiseinbruch dämpfte Inflationserwartungen und führte dazu, dass Inflationsrisiken „ausgepreist“ wurden
- Ähnlichkeiten zur ersten Hälfte der 1960er Jahre: Kernrate unter 2%, obwohl die Arbeitslosenquote nahe 4% liegt
- Mehrere einzigartige Aspekte ließen die Inflation in der zweiten Hälfte der 60er Jahre in die Höhe schnellen
  - Kräftiger Anstieg der Fiskalausgaben
  - Einführung von Medicare und Medicaid führte zu Inflation im Gesundheitswesen
  - Fed straffte die Geldpolitik nicht hinreichend
- Lehren für die heutige Situation:
  - Ähnlich kräftiger Anstieg wie in den 60er Jahren ist nicht zu erwarten
  - Aber: höhere realisierte Inflation und niedrige Arbeitslosigkeit könnten Inflationserwartungen ansteigen lassen

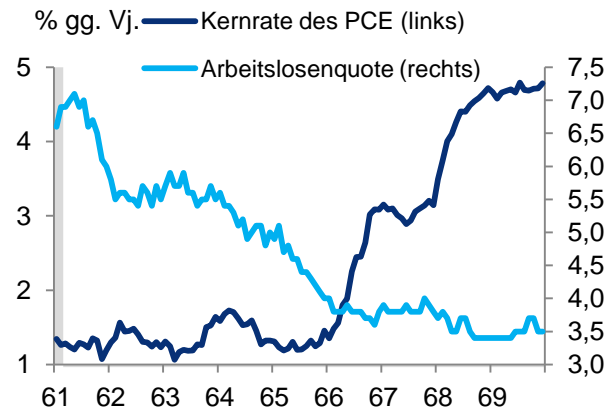
## Ölpreisrückgang ähnlich wie Mitte der 80er Jahre

% gg. Vj. Spot-Ölpreis: West Texas Intermediate



Quellen: EIA/CME, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

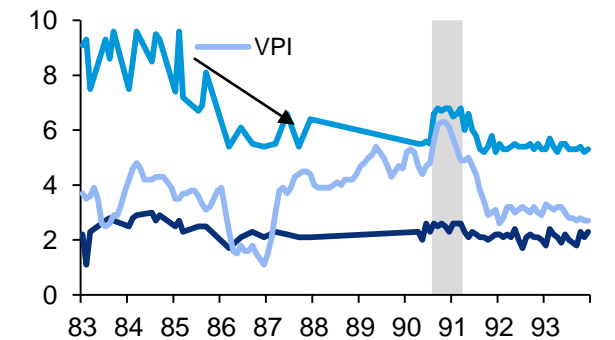
## Ähnlich wie heute waren Arbeitslosenquote und Inflationsrate in der ersten Hälfte der 60er Jahre niedrig



Quellen: Haver Analytics, BEA, BLS, Deutsche Bank Research

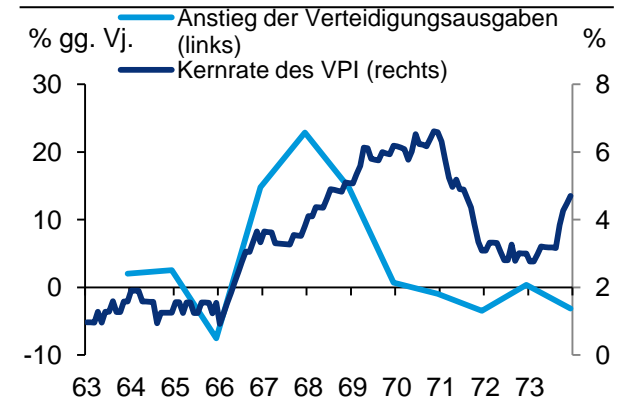
## Inflationsrisiko ausgepreist (z.B. Erwartungen für Verbraucherpreisinflation)

% gg. Vj. — 25. Perzentil — 75. Perzentil



Quellen: UMICH, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

## Fiskalausgaben stiegen vor Inflationsbeschleunigung in den 60er Jahren deutlich an



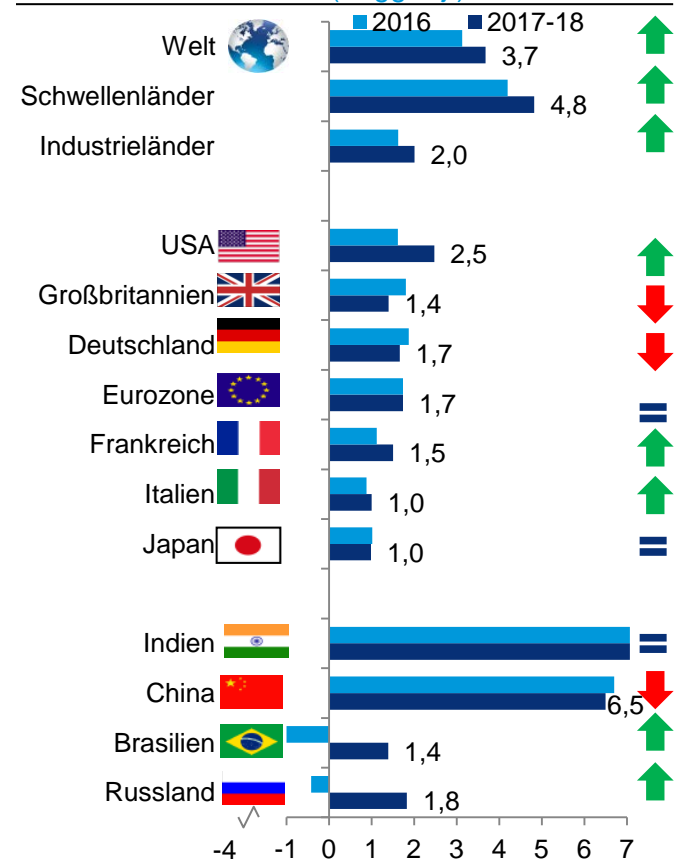
Quellen: OMB, BLS, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

# Unser Makroausblick ist optimistisch; das globale Wachstum sollte sich erholen, nachdem 2016 die schwächste Rate seit der Krise verzeichnet wurde



	Kernthese	Begründung
 <p>USA</p>	Optimistischer als der Konsens	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kräftigeres, von Investitionen getragenes Wachstum dank Deregulierung, hohen Geschäftsvertrauens, besserer globaler Dynamik</li> <li>▪ Nur begrenzte fiskalische Impulse zu erwarten. Deutliche Steuersenkungen oder Ausgabenerhöhungen als Aufwärtsrisiko</li> <li>▪ Wachstum bleibt jedoch im historischen Vergleich niedrig</li> </ul>
 <p>Eurozone</p>	Positiver Ausblick	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kräftigstes Wachstum seit Jahren. Voraussichtlich weiterhin über der Trendrate</li> <li>▪ Rückgang der politischen Risiken stützt Wachstum</li> <li>▪ Keine wesentliche Belastung durch starken Euro</li> <li>▪ Wachstumsaufschwung bleibt zyklisch, was Fragen nach seiner Dauer aufwirft</li> </ul>
 <p>Großbritannien</p>	Wachstumsverlangsamung	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Konsum durch Rückgang des realen verfügbaren Einkommens in Mitleidenschaft gezogen; hohe Inflation, gedämpftes Lohnwachstum, hohe Verschuldung</li> <li>▪ Brexit-Unsicherheit belastet Unternehmensinvestitionen</li> <li>▪ Schwächeres Pfund Sterling stützt die Exporte nicht</li> </ul>
 <p>China</p>	Aufwärtsrisiken in diesem Jahr	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Allmähliche Wachstumsverlangsamung setzt sich fort</li> <li>▪ Exporterholung stützte das Wachstum zuletzt; Aufwärtsrisiken zum Jahresende hin</li> <li>▪ Hohe Verschuldung gibt Anlass zur Sorge</li> </ul>
 <p>Schwellenländer</p>	Günstiges makroökonom. Umfeld	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leichte Aufwärtskorrektur der Wachstumsraten, vor allem in Asien</li> <li>▪ Leicht geringere, aber weiterhin kräftige Dynamik; robustes Wachstum in Industrieländern ein positiver Pull-Faktor</li> <li>▪ Anfälligkeiten stellen lokale, nicht systemische Risiken dar</li> </ul>

Reales BIP-Wachstum\* (% gg. Vj.)



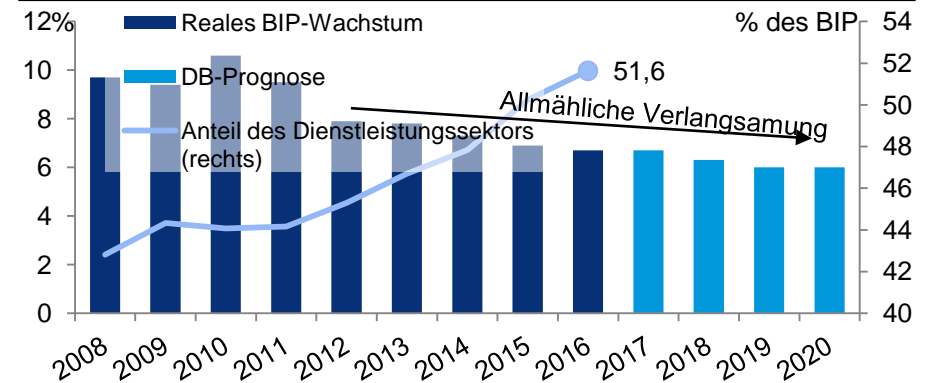
Anm.: Pfeile zeigen Veränderung von 2016 zum Durchschnittswert 2017/18 an  
Quelle: Deutsche Bank Research

# In China war das Wachstum kräftiger als erwartet und wir sehen für die zweite Jahreshälfte Aufwärtsrisiken



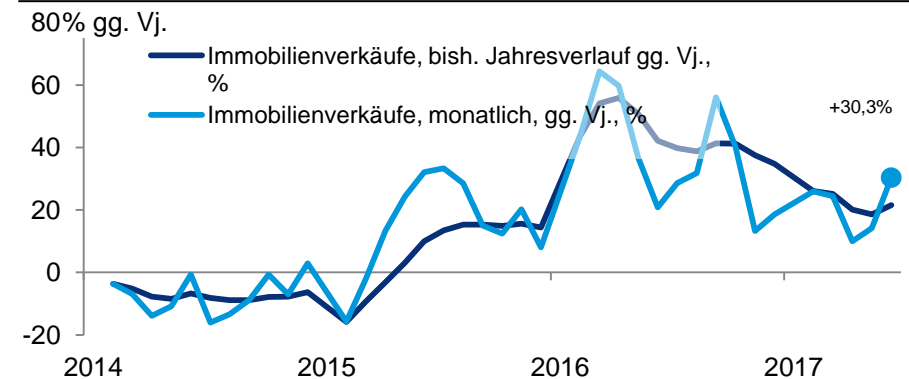
- **Chinas Konjunktur verlangsamt sich kontrolliert**; die Wirtschaft wird neu ausbalanciert, wobei Investitionen und Exporte an Bedeutung verlieren sollen
  - Dienstleistungen haben einen Anteil von über 50% am BIP; im Jahr 2000 waren es noch unter 40%
- Im Zuge der allmählichen Verlangsamung **blieb das Wachstum in der ersten Jahreshälfte stärker als erwartet**
- In der zweiten Jahreshälfte sind vor allem zwei Risiken von Bedeutung:
  - Verlangsamung am Immobilien- und Grundstücksmarkt
  - Übermäßig strikte Regulierung des Finanzsektors
- Wir sind jedoch in beiden Punkten **zuversichtlich und sehen Aufwärtsrisiken für unsere Wachstumsprognosen**
  - Immobilienverkäufe und Baubeginne erholten sich im Juni deutlich
  - Ein neuer Ausschuss für Finanzstabilität und Entwicklung soll das Wachstum stützen
- Insgesamt **gibt die hohe und steigende Verschuldung den größten Anlass zur Sorge**; die Behörden bemühen sich jedoch um eine Lösung
  - Vor allem bei staatlichen Unternehmen und lokalen Gebietskörperschaften ein Problem
  - Kreditwachstum übersteigt weiterhin BIP-Wachstum, aber in geringerem Umfang als 2016

## Allmähliche Verlangsamung und Neuausrichtung der Wirtschaft



Quellen: Weltbank, Deutsche Bank Research

## Erholung der Immobilienverkäufe deutet auf Aufwärtsrisiken für das Wachstum in H2 hin



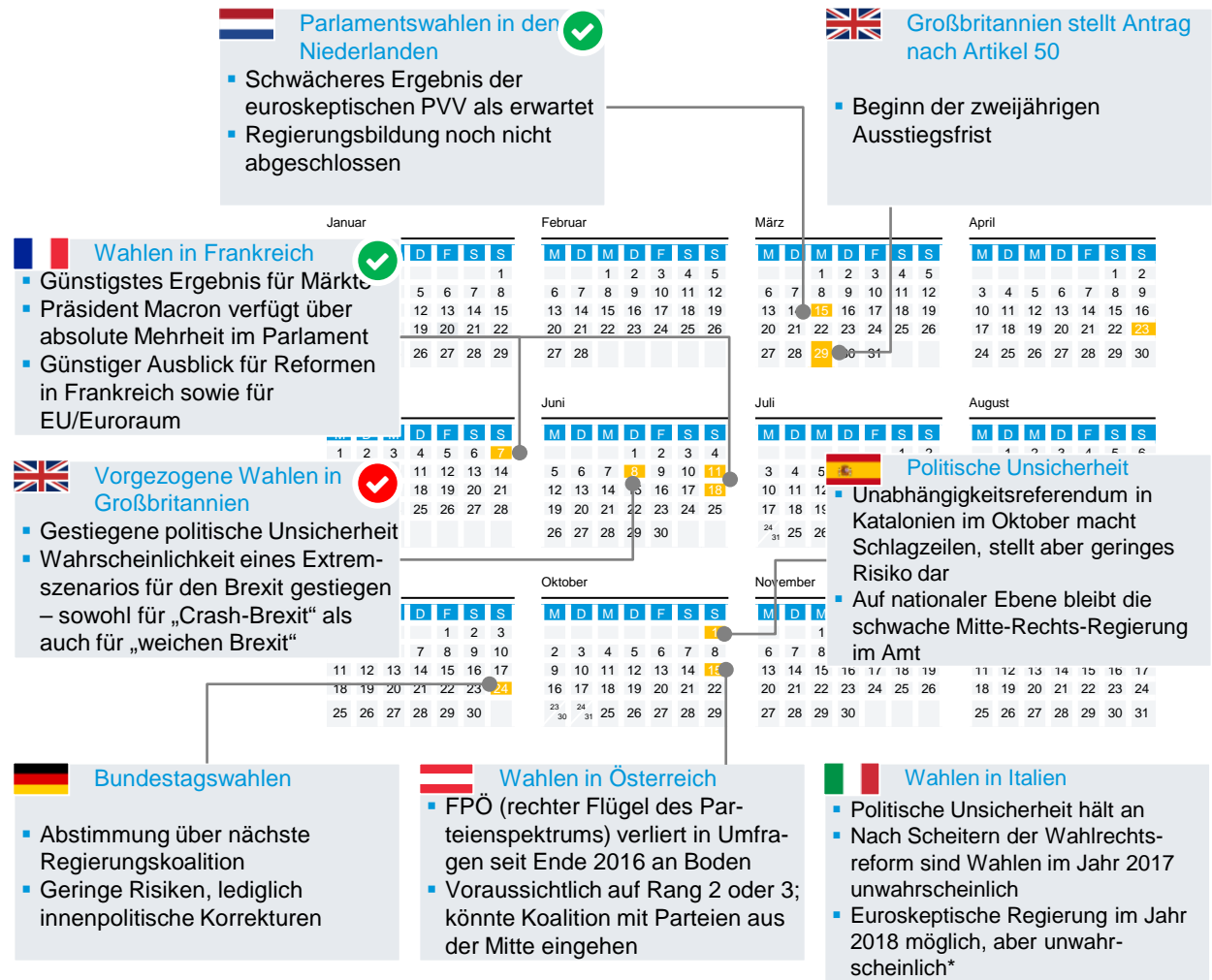
Quellen: WIND, Deutsche Bank Research

# Abgesehen vom Brexit sind die politischen Risiken in Europa inzwischen deutlich geringer



## Politischer Kalender für Europa: 2017

- 2017 galt als Jahr mit hohen politischen Risiken, vor allem in Europa
- Nach der ersten Jahreshälfte scheint sich unser Basisszenario zu verwirklichen: die politischen Risiken eskalieren nicht
  - Euroskeptische, rechte Parteien erzielten in Frankreich und den Niederlanden schwächere Ergebnisse als erwartet
  - Wahlen in Frankreich gingen günstig für die Märkte aus
  - Latente Risiken, aber keine Verwerfungen in Italien und Spanien
- In H2 2017 stehen weitere politische Risikoereignisse an, bei denen die Situation jedoch ebenfalls nicht eskalieren dürfte
- Ausnahme: Großbritannien und die Brexit-Verhandlungen; dies ist allerdings eingepreist
- Sorge wegen Italien dürfte zum Jahresende hin bzw. Anfang 2018 ansteigen



# Überblick über die Marktprognosen



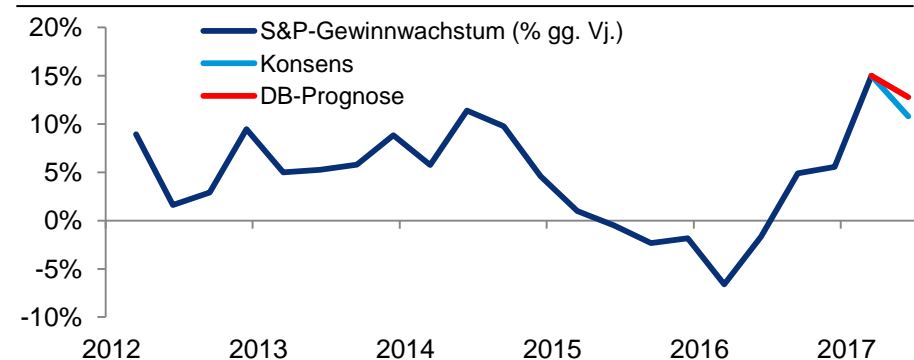
Assetklasse	Einschätzung	Begründung
Aktien	▪ Optimistisch für US-Aktien	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Beträchtliches Aufwärtspotenzial in den kommenden 18 Monaten, gestützt durch zweistelliges Gewinnwachstum und synchrones Wachstum der Weltwirtschaft</li> <li>▪ Steigende Renditen sorgen für Rotation von Rentenpapieren in Aktien</li> </ul>
	▪ Europa anfällig für Kehrtwende bei Überraschungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Europäische Aktien haben von kräftigem Makromomentum profitiert</li> <li>▪ Ungünstigere Überraschungen bei den Makrodaten könnten belastend wirken; defensive sind gegenüber zyklischen Papieren vorzuziehen</li> </ul>
Staatsanleihen	▪ Strategisch pessimistisch	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bei einem Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik sollten die Renditen ansteigen</li> <li>▪ Bereits mehrere Fehlstarts im Normalisierungsprozess; Inflation muss deutlich sichtbarer anziehen, damit Renditen wirklich ansteigen</li> </ul>
Devisen	▪ Dollar erreicht Höchststand	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Im reifen Bullenzyklus könnte der Dollar seinen Höchststand überschritten haben</li> <li>▪ Deutliche Abwertung jedoch unwahrscheinlich</li> </ul>
	▪ Optimistischer für Euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Euro hat den seit 2,5 Jahren geltenden Korridor von 1,05 – 1,15 nach oben durchbrochen; 2018 Bewegung in Richtung 1,20 zu erwarten</li> <li>▪ Aufwertung aufgrund besserer Fundamentaldaten für den Euroraum. Ähnliche Aufwertung gegenüber Pfund Sterling</li> </ul>
Unternehmensanleihen	▪ Konstruktiv für Europa	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wertentwicklung günstiger als erwartet, aber Bewertungen ehrgeizig</li> <li>▪ Abwärtsrisiken überwiegen; weiterhin neutrale Position, derzeit mit der Carry zufrieden</li> </ul>
	▪ US-HY-Anleihen widerstandsfähig	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Beeindruckende Performance, Spreads engen sich bei steigenden Renditen ein</li> <li>▪ Technische Daten jedoch schwach, beträchtliche Fondsabflüsse in den vergangenen Wochen</li> </ul>
Schwellenländer	▪ Positiv und besser ausgeglichen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gute Performance der Schwellenländer in H1, voraussichtlich positive und besser ausgeglichene Entwicklung in H2. Wirtschaftliche Dynamik flaut ab, ist aber weiterhin stärker als in Industrieländern</li> </ul>
Rohstoffe	▪ Stabilisierung der Ölpreise	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bei hohen globalen Lagerbeständen steigt auch die Nachfrage kräftig an und die Zahl der US-Bohrplattformen könnte angesichts der Preisentwicklung nicht weiter zunehmen</li> <li>▪ Die OPEC wird neben der Produktion jetzt auch die Exporte beobachten</li> </ul>

# Wir bleiben in Bezug auf US-Aktien optimistisch und sehen für die kommenden 18 Monate bei kräftigem Gewinnwachstum beträchtliches Aufwärtspotenzial



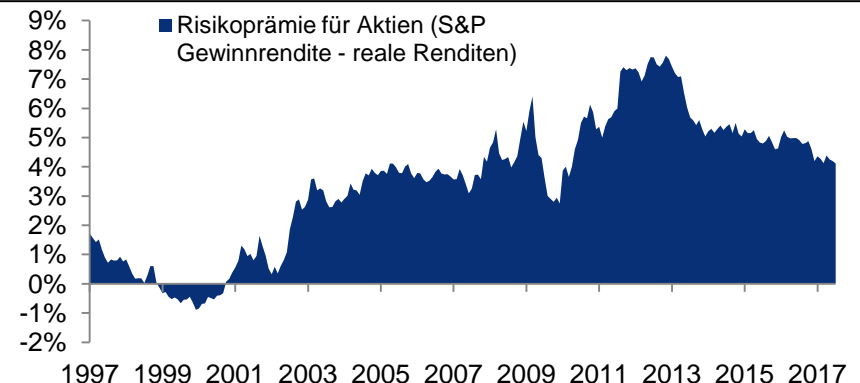
- Wir bleiben in Bezug auf US-Aktien optimistisch und sehen für die kommenden 18 Monate beträchtliches Aufwärtspotenzial
- Mehrere Faktoren sollten Aktien weiterhin stützen
  - Wachstum verläuft so synchron wie seit 6 Jahren nicht und wird voraussichtlich weiter anziehen
  - Zweistelliges Gewinnwachstum in den Jahren 2017/18
  - Stabile Bewertungen
  - Geringes Rezessionsrisiko im kommenden Jahr
- Im Gegensatz zur allgemeinen Auffassung sind **steigende Renditen günstig**
  - Niedrige Renditen wirken wie eine Steuer für die privaten Haushalte, erhöhen die Ersparnis und dämpfen den Konsum
  - Ungewöhnlich lockere Geldpolitik im Vergleich zu Inflations- und BIP-Wachstumsraten untergräbt das Vertrauen
  - **Steigende Renditen sprechen für Umschichtung aus Rentenpapieren in Aktien**
  - Korrelation zwischen Renditen und Aktien in den vergangenen 20 Jahren deutlich positiv
  - Risikoprämie für Aktien weiterhin bei über 4%; reichlich Spielraum für einen Rückgang bei höheren realen Zinsen und steigenden Aktienkursen

## Unser Modell deutet auf ein stärkeres Gewinnwachstum in Q2 hin als vom Konsens erwartet



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

## Risikoprämie für Aktien bleibt hoch und könnte sinken, um einen Anstieg der realen Renditen abzufangen



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

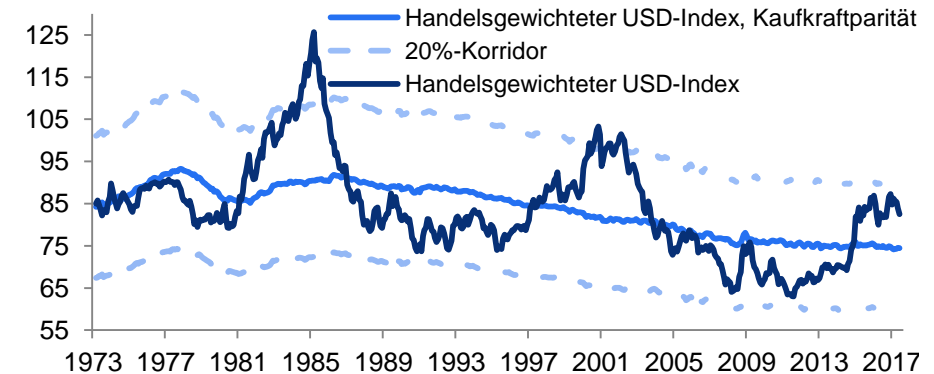


# Anzeichen am Devisenmarkt, dass der Dollar seinen Höchststand überschritten hat; es ist jedoch keine deutliche Abwertung zu erwarten



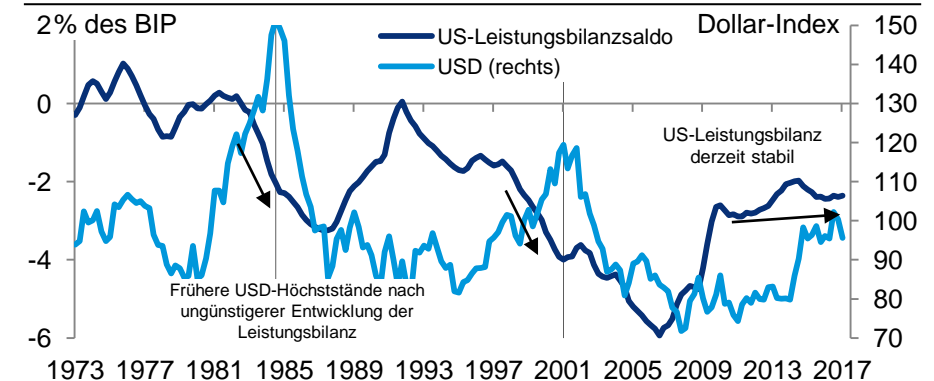
- Der Dollar hat in diesem Jahr um 10% abgewertet – und es gibt **Anzeichen dafür, dass er in diesem reifen Bullenzyklus seinen Höchststand erreicht hat** (typische Dauer: 6-7 Jahre)
- In früheren Jahren (1985, 2002) wertete der Dollar in einer solchen Situation zunächst merklich ab
- Dieses Mal sind **die Bedingungen für eine deutliche Dollar-Abwertung nicht – oder noch nicht – gegeben**
  - Wenn der Dollar einen Höchststand erreicht, sind die Bewertungen in der Regel extrem; der Dollar ist jedoch nicht um mehr als 20% überbewertet
  - Der US-Leistungsbilanzsaldo ist aufgrund des günstigen Energiebilanzsaldos stabil; in der Regel weitet sich das Defizit in den beiden Jahren vor einem Dollar-Höchststand um 1,5%-Punkte des BIP aus
  - Die Dollar-Renditen gehen im G10-Vergleich in einem Abwärtszyklus des Dollar in der Regel zurück; dies ist derzeit nicht der Fall

Handelsgewichteter USD handelt über dem fairen Wert, aber nicht zu früheren Extremen



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

US-Leistungsbilanzsaldo verschlechtert sich in der Regel, bevor der Dollar einen Höchststand erreicht, was Sorge wegen einer Überbewertung und Interventionen zur Schwächung des Dollar auslöst



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

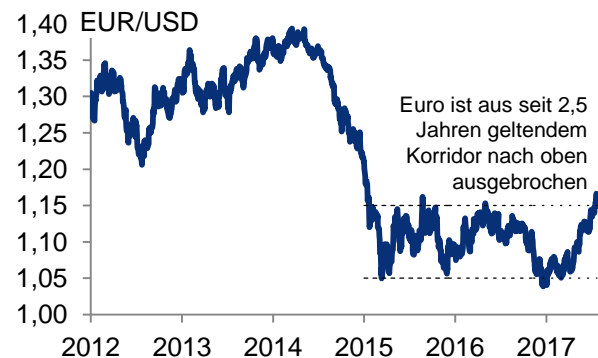
# Wir sind optimistisch für den Euro und sehen Aufwärtspotenzial gg. USD und GBP. Abschwächung des Yen, mit Risiken zu beiden Seiten



## 1 Euro bis 2018 bei USD 1,20

- Wir sind optimistischer für den Euro geworden
- Die Währung ist aus ihrem seit 2,5 Jahren haltenden Korridor von 1,05 – 1,15 nach oben ausgebrochen
- Zinsdifferenz am kurzen Ende hat für EUR/USD-Wechselkurs an Bedeutung verloren
- Nach Macrons Wahl besteht politisches Aufwärtspotenzial für den Wechselkurs: französisch-deutsche politische Initiativen, fiskalische Impulse
- Anleger haben Euro untergewichtet

Euro ist aus dem seit 2,5 Jahren geltenden Korridor nach oben ausgebrochen



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

## 2 Pessimistisch für Sterling gg. Euro

- Abwärtspotenzial des Pfund Sterling gg. US-Dollar ist begrenzt, da die BoE kein allzu schwaches Pfund Sterling möchte
- Währung ist jedoch anfällig für frühere/raschere Straffung durch die EZB
  - Größtes Leistungsbilanzdefizit der G10, niedrigste Realzinsen
- Bis Ende 2018 könnte das Pfund um über 5% gg. Euro bzw. um rund 3% gg. Dollar abwerten

Handelsbilanzdefizit nahe Rekordstand

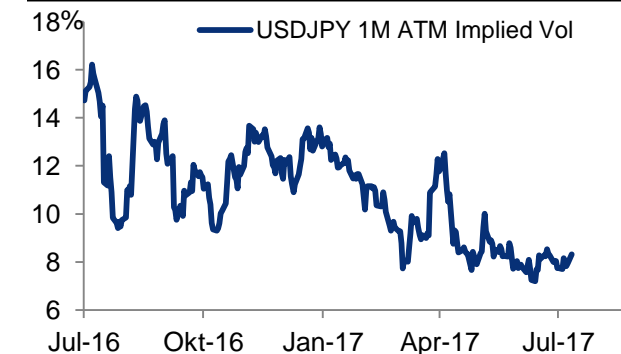


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

## 3 Risiken in beide Richtungen für USD/JPY

- Bei einem unveränderten Kurs der BoJ und einer restriktiveren Fed sollte sich der Yen abschwächen und USD/JPY bis Ende 2018 bei 120 handeln
- Aber es bestehen beträchtliche Risiken in beide Richtungen
  - Schwächerer Yen, wenn sich die US-Inflation beschleunigt und die Fed die Geldpolitik rascher strafft
  - Stärkerer Yen, wenn Risiken für eine Fortsetzung der Geldpolitik in Japan gesehen werden
- Angesichts der Risiken in beide Richtungen ist die implizite USD/JPY-Volatilität zu gering

Risiken in beide Richtungen stehen im Widerspruch dazu, dass implizite Volatilität nahe 18-Monats-Tiefständen notiert



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

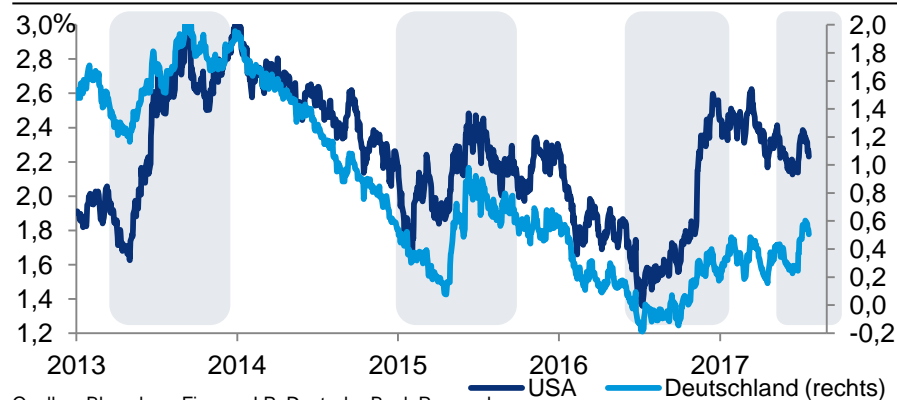
# Mehrere Fehlstarts bei der Normalisierung des Zinsniveaus. Inflation muss deutlich sichtbarer anziehen, damit Renditen wirklich ansteigen



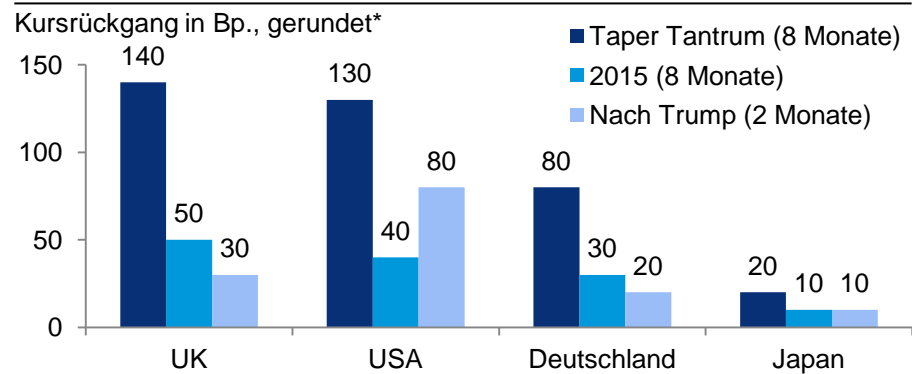
- Seit mehreren Jahren sind die Renditen aufgrund der ultralockeren Geldpolitik, des unsicheren Makroumfelds und einer Reihe von Schocks im historischen Vergleich niedrig
- Seit 2013 hat es mehrere Fehlstarts bei der Normalisierung gegeben; die Renditen stiegen – ausgehend von den USA – deutlich an
- Die Normalisierung wurde jedoch immer wieder unterbrochen und zumindest teilweise rückgängig gemacht
- Im Vergleich zu Wachstumsraten und Arbeitslosenquote erscheinen die Renditen niedrig – ein nachhaltiger Kursrückgang bei Anleihen ist jedoch unwahrscheinlich, solange keine klaren Hinweise auf eine Inflationsbelebung zu erkennen sind

- Die Inflation dürfte sich ab Anfang 2018 beschleunigen. Dann sollten die Zentralbanken falkenhafter werden, was zu einem Kursrückgang bei Staatsanleihen führen sollte
  - Der genaue Zeitpunkt lässt sich nur schwer prognostizieren
- Zuletzt wurde deutlich, dass eine Korrektur bei Staatsanleihen deutlich und kräftig ausfallen kann
  - Mehrmals Kursrückgänge um über 80 Bp. innerhalb weniger Monate; während des „Taper Tantrum“ im Jahr 2013 waren Kursausschläge um über 100 Bp. zu verzeichnen

## Mehrere Fehlstarts bei der Normalisierung der Renditen



## Kursrückgänge können gegebenenfalls kräftig und deutlich ausfallen

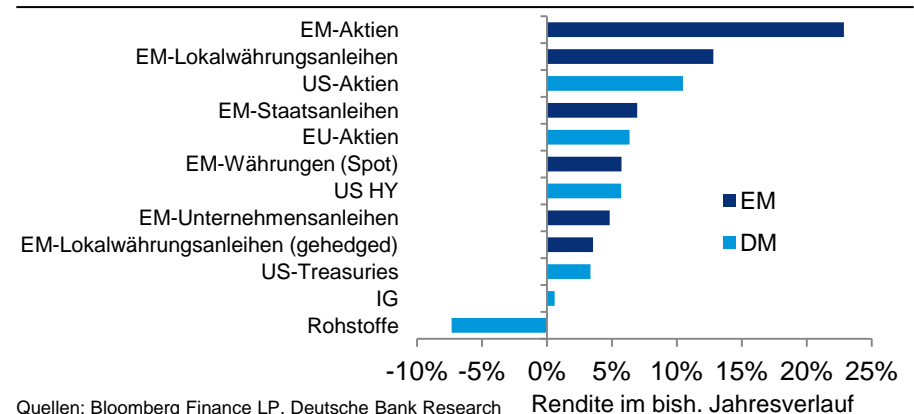


# Günstiges Makroumfeld hat in diesem Jahr zur guten Performance der Schwellenländer beigetragen. Zweite Jahreshälfte weiterhin gut, aber nicht so herausragend



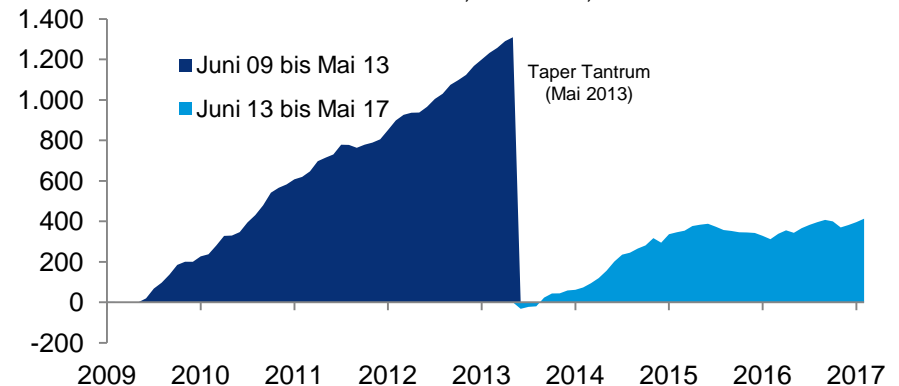
- **Sehr starke erste Jahreshälfte für Vermögenswerte aus Schwellenländern**, dank günstigem Makroumfeld
  - USD-Schwäche als wichtigster Treiber; Schwellenländerwährungen haben in H1 um 4% aufgewertet, sind aber weiterhin fundamental unterbewertet
  - Niedrige Inflation ermöglicht es Zentralbanken, die Geldpolitik weiter zu lockern (Lateinamerika) bzw. eine Straffung zu verschieben (Asien)
  - Aufwärtskorrekturen der Wachstumsraten in Asien
- **Wertentwicklung in H2 nicht ganz so herausragend**, Renditen bei einem in seinem Korridor verharrenden USD ausgeglichener; Makrodaten in Schwellenländern voraussichtlich weiterhin stärker als in Industrieländern
  - Abflüsse während des „Taper Tantrum“ im Jahr 2013 wurden in den Folgejahren zum Teil kompensiert
  - Positionierung jedoch strukturell geringer als im Jahr 2013
  - Wir halten an der Marktgewichtung von Schwellenländer-Unternehmensanleihen fest und stellen bei der Allokation auf länderspezifische Faktoren ab
- **Hauptrisiko für unsere Prognose: Anstieg der Risikoaversion und starker Dollar, d.h. Kehrtwende bei den Faktoren, die in H1 günstig waren**
  - Dafür müssten sich allerdings Wachstum, Inflation, Rohstoffpreise und Risiken in der EU deutlich anders als erwartet entwickeln

Outperformance der Schwellenländer in H1



Positionierung in Schwellenländern jedoch strukturell geringer als im Jahr 2013

Zuflüsse in Renten- und Aktienmärkte, kumuliert, in Mrd. USD



# DB-Prognosen



BIP-Wachstum (%)	2015	2016P	2017P	2018P
Global	3,3	3,1	3,6	3,7
USA	2,6	1,6	2,4	2,6
Euroland	1,9	1,7	1,9	1,6
Deutschland	1,7	1,9	1,6	1,7
Frankreich	1	1,1	1,4	1,6
Italien	0,8	0,9	1	1
Spanien	3,2	3,2	2,7	2,1
Japan	1,1	1	1,2	0,7
Großbritannien	2,2	1,8	1,6	1,2
China	6,9	6,7	6,7	6,3
Indien	7,5	7,9	7	7,8
Schwellenländer Asien	6,2	6,2	6,1	6,1
Schwellenländer (MOE, EMEA)	1,6	1,4	2,7	2,8
Schwellenländer (Lateinamerika)	-0,3	-1,1	1,1	2,2
Schwellenländer	4,2	4,2	4,7	4,9
Industrieländer	2,1	1,6	2	2

*	VPI-Prognosen (%) als Durchschnittswert für den jeweiligen Zeitraum
CEEMEA:	Tschechische Republik, Israel, Ägypten, Ungarn, Kasachstan, Nigeria, Polen, Rumänien, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Türkei, VAE und Ukraine
Lateinamerika:	Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela
Asien:	China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Sri Lanka, Taiwan, Thailand, Vietnam
Industrieländer:	Australien, Kanada, Dänemark, Euroraum, Japan, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, Großbritannien, USA

Quelle: Deutsche Bank Research

Verbraucherpreisinflation gg. Vj. (%)	2015	2016P	2017P	2018P
USA	0,1	1,3	2	1,9
Euroland	0	0,2	1,6	1,5
Japan	0,8	-0,1	0,4	0,5
Großbritannien	0,1	0,6	2,7	2,8
China	1,4	2	1,7	2,7

Leitzinsen (%)	Aktuell	Q4-17P	Q4-18P	Q4-19P
USA	1,125	1,375	2,125	3,125
Euroland	0	0	0	0,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Großbritannien	0,25	0,25	0,25	0,25
China	1,5	1,5	1,5	1,5

Wichtige Marktkennzahlen	Aktuell	Q4-17P	Q4-18P	Q4-19P
US-10J-Renditen (in %)	2,25	2,75		
EUR-10J-Renditen (in %)	0,5	0,65		
EUR/USD	1,164	1,17	1,2	1,2
USD/JPY	111	116	120	110
S&P 500	2.469	2.600		
Stoxx 600	379	375		
Oil WTI (USD/Barrel)	46,4	52	52	53
Oil Brent (USD/Barrel)	48,7	55	55	56

Aktuelle Preise am 24. Juli 2017

# Bleiben Sie informiert: Unsere regelmäßigen Publikationen der Reihe The House View finden Sie unter [houseview.research.db.com](http://houseview.research.db.com)



## The House View Die Reihe

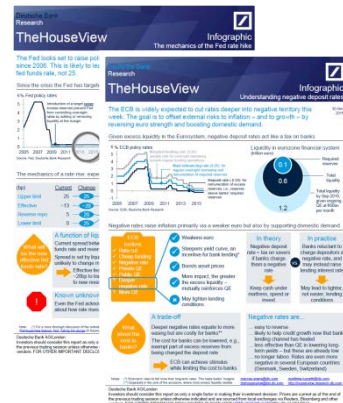
### The House View

- Monatlicher Bericht
- Zusammenfassung wichtiger finanzieller und wirtschaftlicher Entwicklungen
- Stellt die Prognosen der Deutschen Bank in den Zusammenhang und gibt einen Ausblick für Wachstum, Geldpolitik und die Finanzmärkte



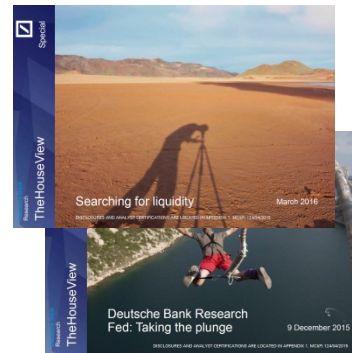
### Infographic

- Ausgewählte Grafiken und Schaubilder zu einem aktuellen Thema auf einer Seite



### Special

- Ad-Hoc-Studien zu wichtigen zugrundeliegenden Themen, die Auswirkungen auf das Wachstum der Weltwirtschaft und die Märkte haben



### Snapshot

- Überblick über die Makro- und Marktprognosen von Deutsche Bank Research auf zwei Seiten



### Macro Forecasts

- Zusammenfassung der makroökonomischen, Rentenmarkt-, Devisen- und Rohstoffprognosen von Deutsche Bank Markets Research



# Disclaimer



© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. 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.