



BERENBERG

PARTNERSHIP SINCE 1590

Aufschwung in Gefahr?

Ausblick auf Wirtschaft und Finanzmärkte in unruhigen Zeiten

Januar 2019

Dr. Holger Schmieding

Chefvolkswirt

+44 7771 920377

holger.schmieding@berenberg.com

Volkswirtschaft

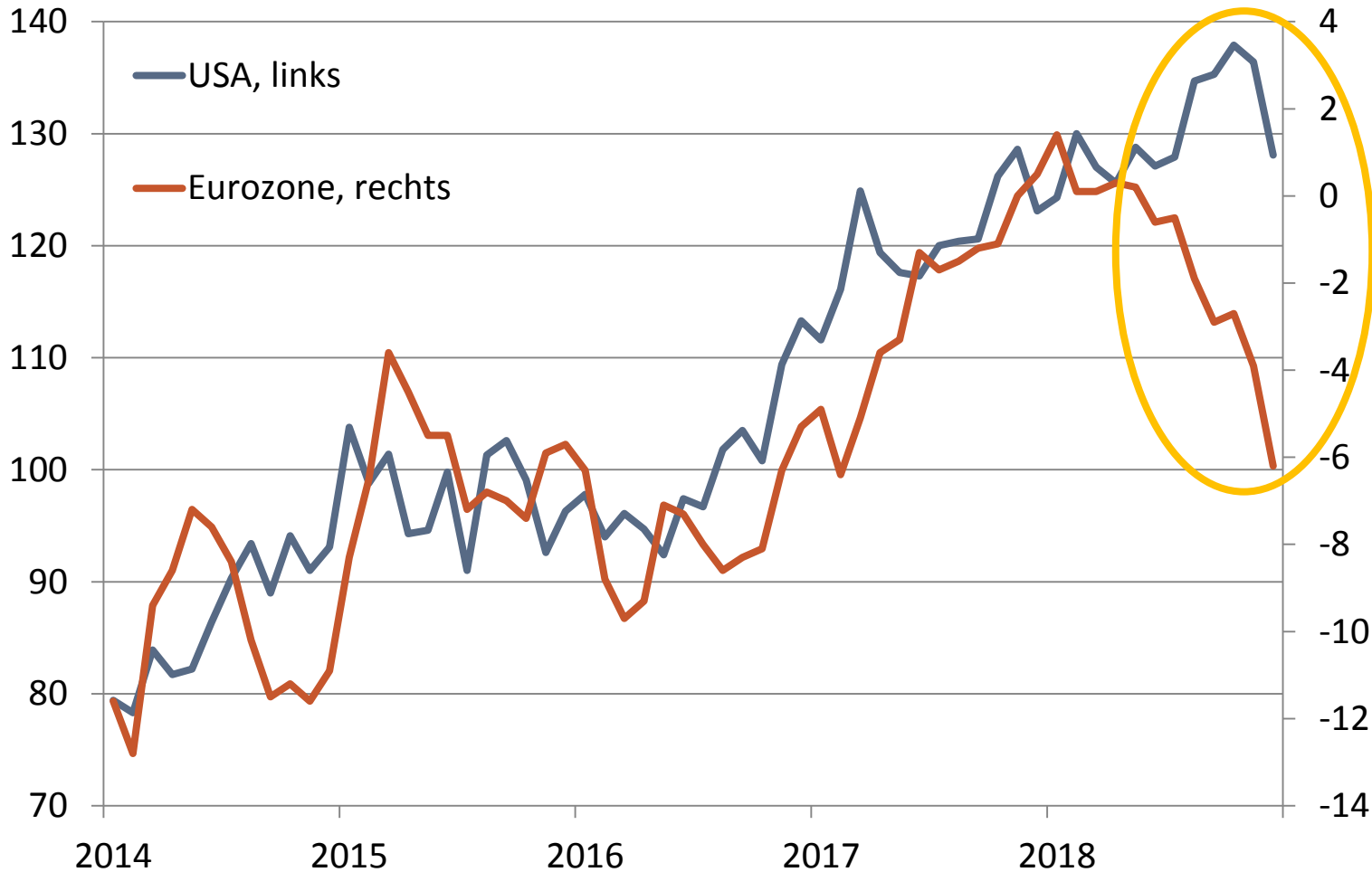
Erst rot, dann grün: Berenberg-Prognosen vs. Konsens

	BP		Inflation	
	2019	2020	2019	2020
US	0.0	0.4	0.1	0.2
China	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1
Japan	-0.1	0.5	0.1	0.0
UK	0.2	0.2	0.0	0.2
Eurozone	-0.4	0.2	-0.2	0.1
Germany	-0.4	0.2	-0.2	0.1
France	-0.4	0.3	0.1	0.1
Italy	-0.3	0.1	-0.3	0.0
Spain	-0.3	0.2	-0.1	0.2
Portugal	-0.2	0.3	-0.2	0.2

Die Tabelle zeigt die Differenz zwischen den Berenberg-Prognosen und dem Bloomberg-Konsens in Prozentpunkten. Die Balken stellen dar, ob die Berenberg-Prognose über (grün) oder unter (rot) dem Konsens liegt. Der Bloomberg-Konsens ist vom 18 Januar 2019. Quellen: Berenberg, Bloomberg

Schlägt die Angst um sich?

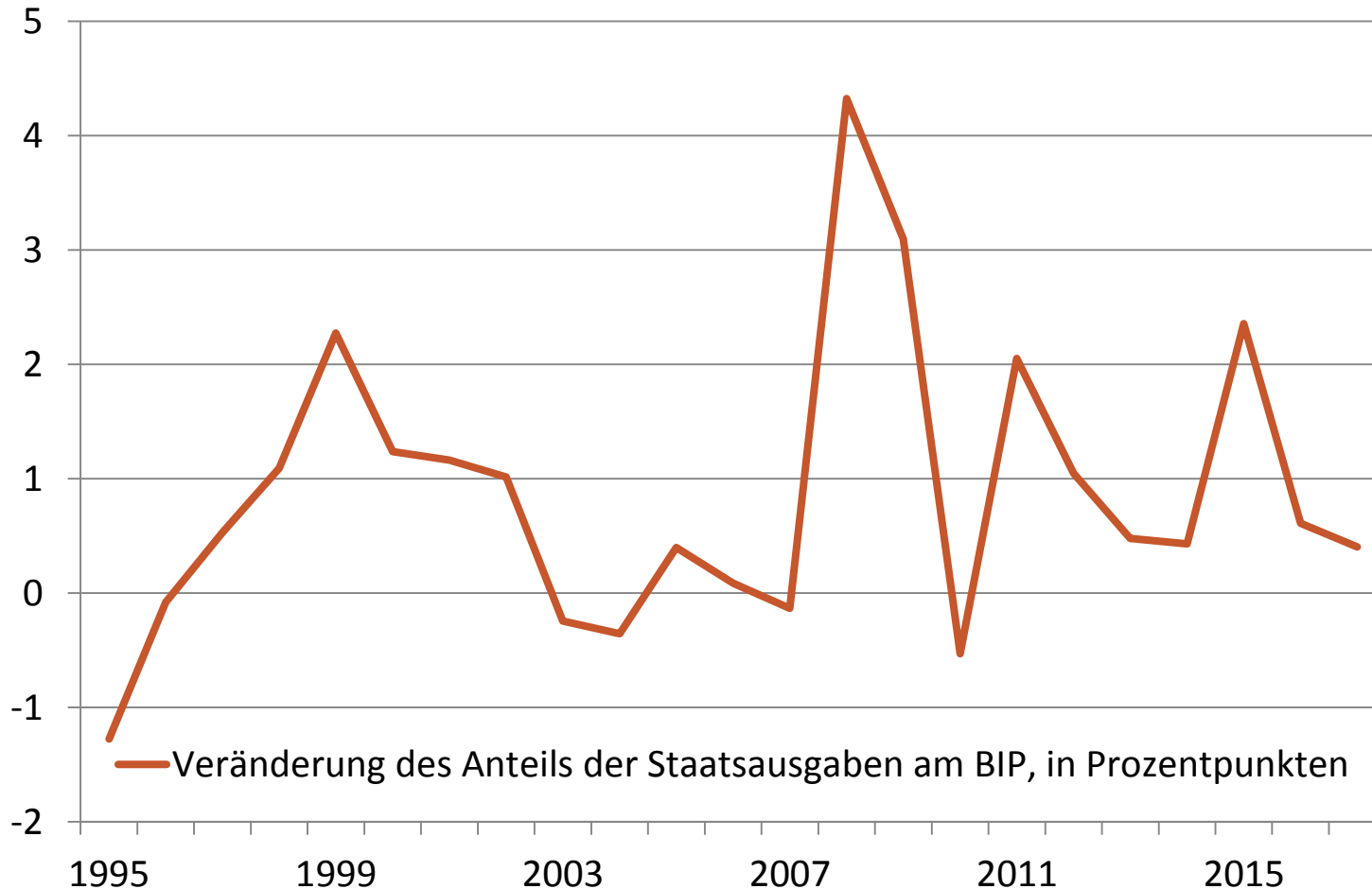
Verbrauchervertrauen: auch in den USA hat die Stimmung Federn gelassen



- Obwohl aus ökonomischer Sicht noch wenig für eine bereinigende Rezession spricht, könnte der Faktor Angst die Nachfrage belasten.
- Sofern sich die privaten Haushalte große Sorgen machen und Ausgaben streichen, können sie von alleine einen Abschwung verursachen.
- Die ersten Anzeichen einer solchen Dynamik konnte man in der Eurozone Ende 2018 ausmachen.
- Der Rückgang des Verbrauchervertrauens in den USA deutet auf Ansteckungsgefahren hin.
- Momentan ist der Faktor Angst aber noch nicht groß genug, um dem Konjunkturzyklus ein Ende zu bereiten.

Globale Risiken: China?

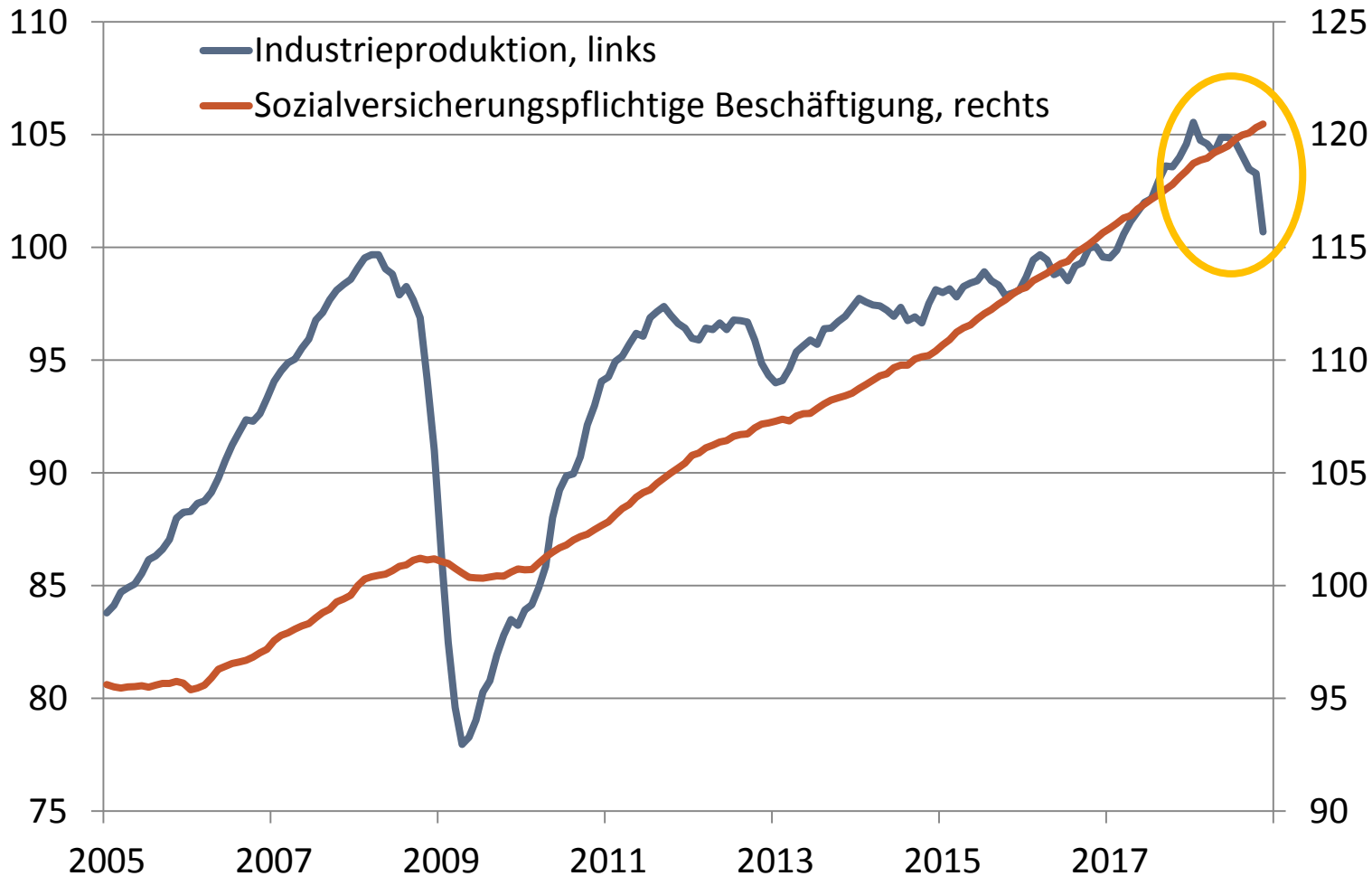
Aktive Konjunkturpolitik



- China steuert seine Konjunktur aktiver als andere Länder: Chinas Führung hat Ende 2008 sowie auch in 2011 und 2015 die Schleusen geöffnet – der Anteil der Staatsausgaben am BIP stieg deutlich.
- Peking will der kräftigen Kreditvergabe und großen Abhängigkeit von Schulden Einhalt gebieten.
- Das Wachstum schwächelt, auch der Handelskrieg mit den USA schadet China.
- Der Preisauftrieb bleibt mit rund 2% verhalten. Über \$3 Billionen Devisenreserven sind ein gutes Polster. Die private Sparquote von rund 40% hilft.
- In diesem Jahr wird China erneut die Konjunktur stimulieren.

Deutschland: Aufschwung oder Rezession?

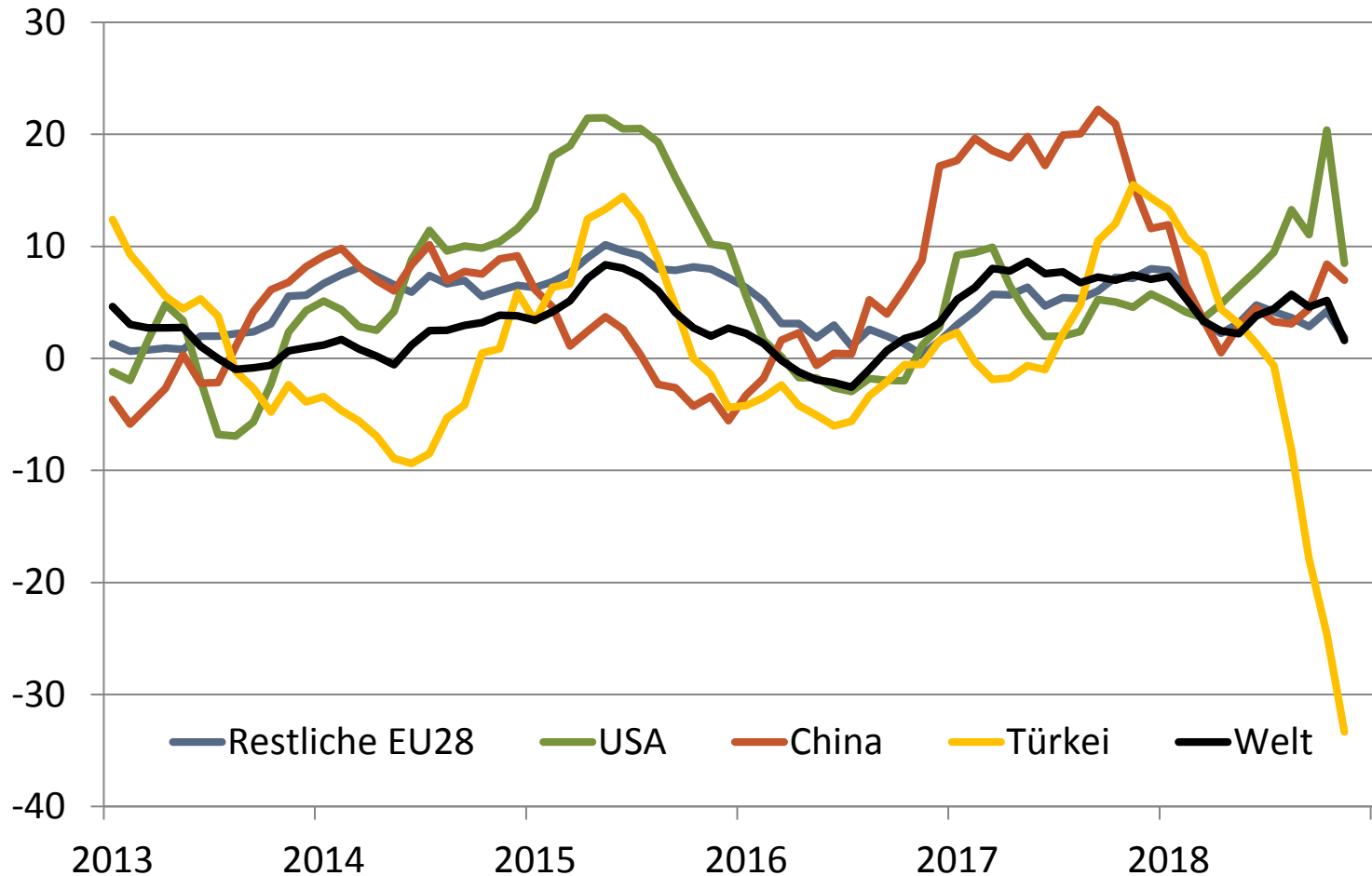
Industrieproduktion vs. sozialversicherungspflichtige Beschäftigung



- Der Arbeitsmarkt bleibt stark, aber die Industrie ist in eine Rezession gefallen.
- Rechnet man die Sonderfaktoren (neue Abgasnormen für Autos, niedriger Wasserstand des Rheins) heraus, stagniert die deutsche Wirtschaft.
- Wegen des anhaltenden Fachkräftemangels halten Unternehmen trotz des kurzfristigen Nachfragerückgangs an ihren Beschäftigten fest.
- Die Sonderfaktoren werden bald auslaufen. Wenn auch die außenwirtschaftlichen Schocks nachlassen, kann der Aufschwung ab dem Frühjahr wieder an Fahrt gewinnen.

Der Schock von außen: Ausfuhr der Eurozone

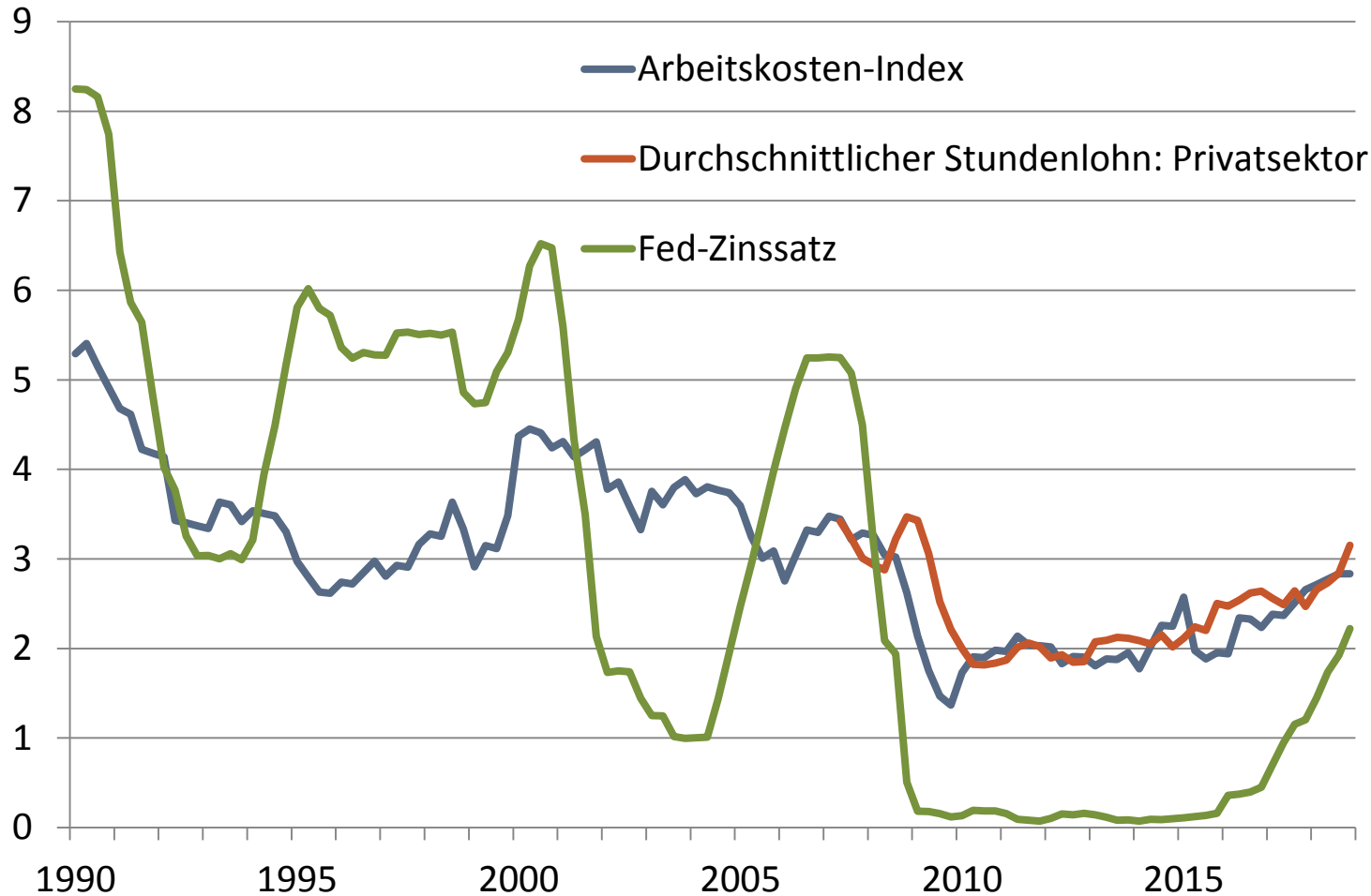
Ausfuhr von Gütern nach wichtigen Handelspartnern



- Die Ausfuhr gehört zu den wesentlichen Treibern der Konjunktur in Deutschland und der Eurozone insgesamt.
- Das Ausfuhrwachstum hat sich im Laufe des Jahres 2018 erheblich abgeschwächt.
- Die Ausfuhr in die Türkei fällt dramatisch (-33% zum Vorjahr im November.)
- Ein derartiger Einbruch kann das BIP-Wachstum um 0,2 Punkte dämpfen.
- Anteile an der Güterausfuhr der Eurozone: 59% andere EU 33%; USA 14%, China 7,5%; Türkei 2,6%.

Globale Risiken? US-Lohninflation

Leichter Anstieg: Arbeitskosten und Stundenlohn

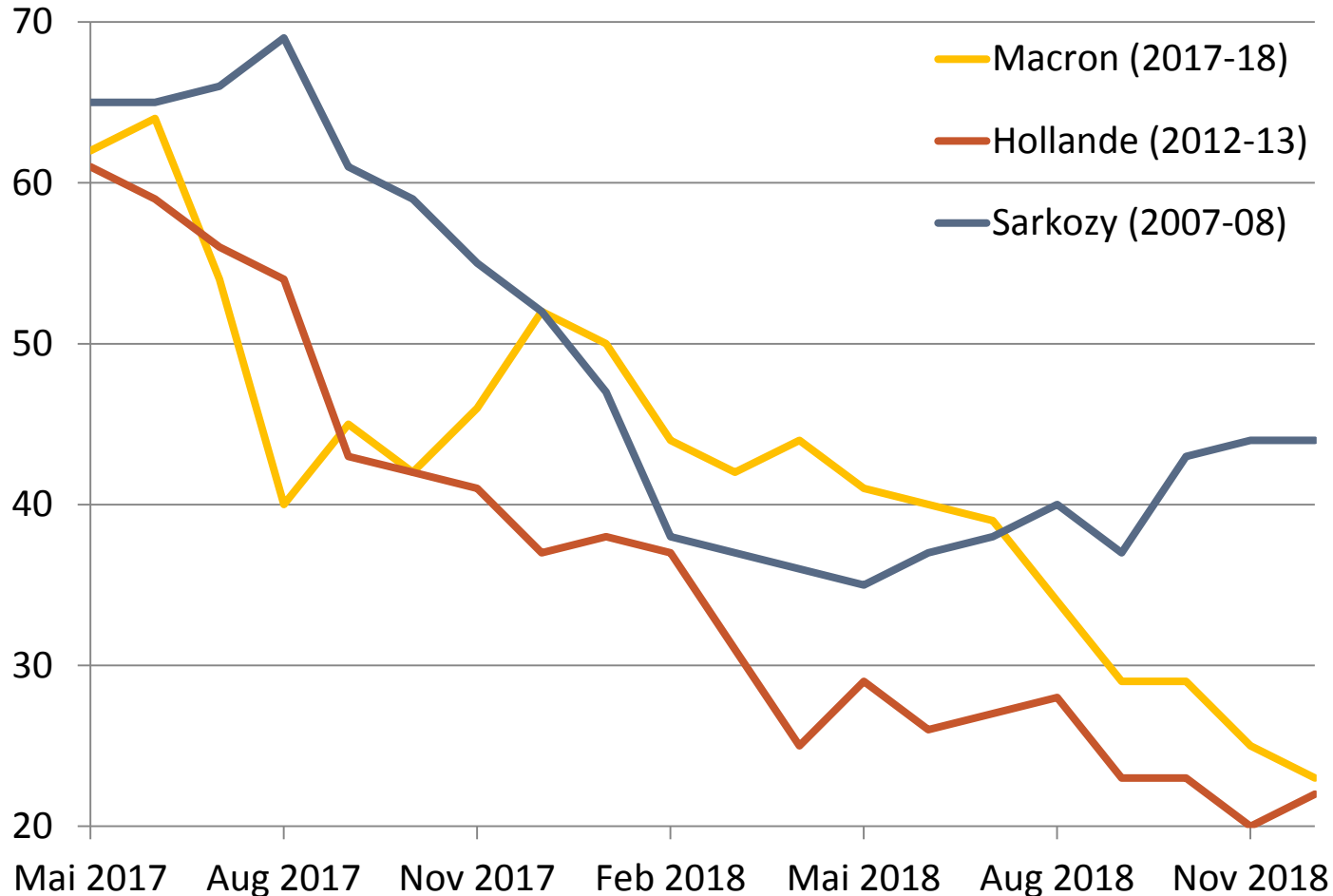


Quartalsdaten. Jährliche Veränderung für Arbeitskosten und durchschnittlichen Stundenlohn, in %. Fed-Zinssatz in %. Quelle: BLS.

- US-Arbeitsmarkt: Die Arbeitslosigkeit ist niedrig, aber auch die Beschäftigungsquote, da sich viele Arbeitnehmer aus dem Arbeitsmarkt zurückgezogen haben.
- Wird die steigende Nachfrage nach Arbeitskräften die Beschäftigungsquote erhöhen, da mehr Menschen auf den Arbeitsmarkt zurückkehren?
- Oder wird die Lohninflation spürbar ansteigen?
- Beides passiert derzeit in Maßen. Wenn die Löhne nachhaltig um mehr als 3.5% steigen, muss die Fed das Wachstum drosseln.
- Das ist unwahrscheinlich in den nächsten 2 Jahren.

Frankreich: Macrons steiler Absturz

Zustimmungswerte französischer Präsidenten nach Amtsübernahme

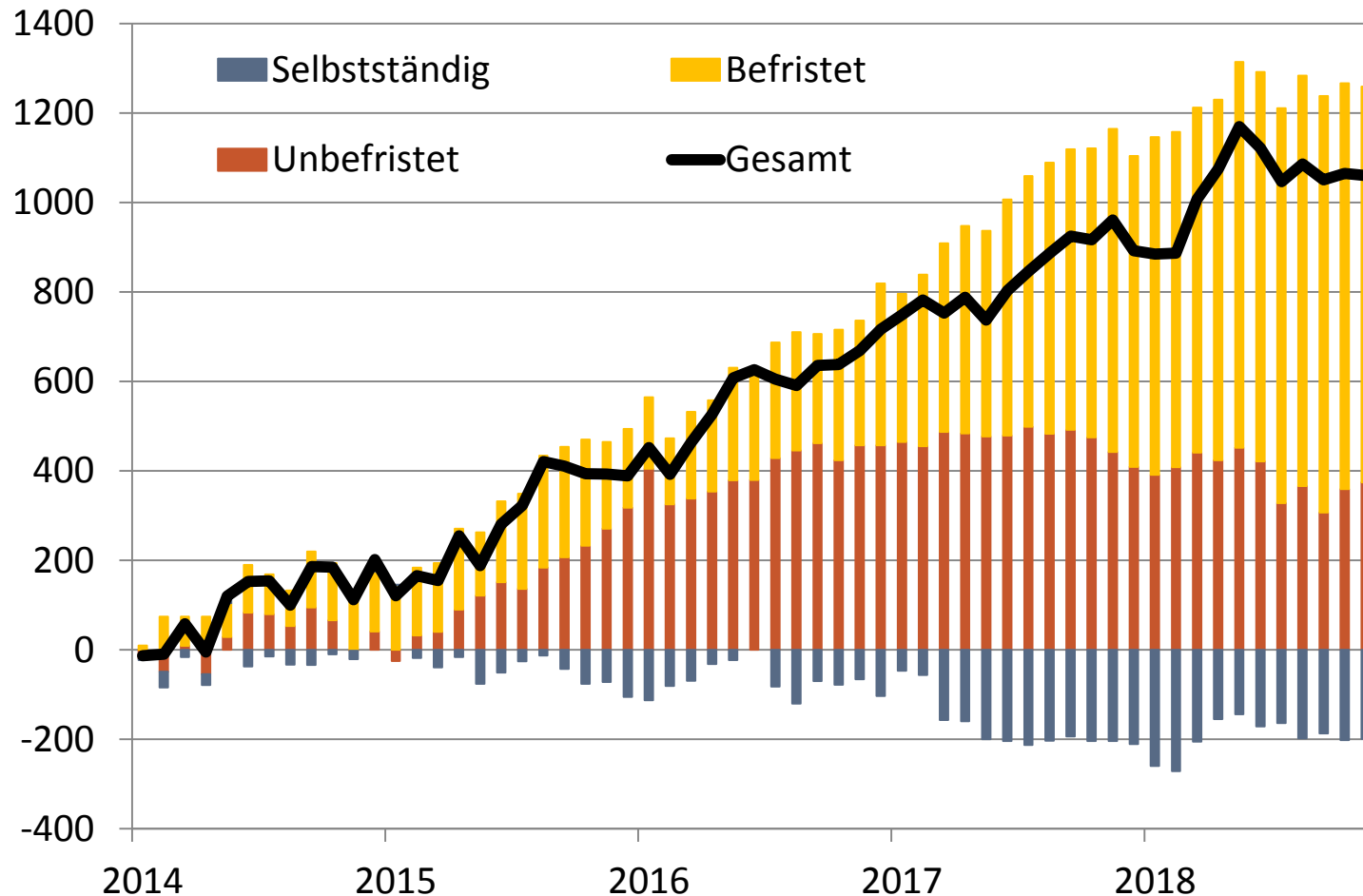


Quelle: Ifop

- Macron hat fast so schnell an Popularität verloren wie sein Vorgänger Hollande.
- Die „Gelbwesten“ drücken Unbehagen über die Globalisierung und eine städtische Elite aus.
- Macron hat bisher richtig reagiert: Steuern runter, Reformen bleiben.
- Wird er zur lahmen Ente - ist er in Gefahr?
- Er hat einen Vorteil gegenüber Hollande: Er wird von einer Partei unterstützt, die er selbst gegründet hat. Innerhalb der Partei muss er keine Konkurrenz fürchten.
- Er kann länger als andere im Umfragetief bleiben und trotzdem Reformen durchsetzen.
- Aber die französische Politik ist ein Risiko, das man im Auge behalten muss.

Italien: Starker Beschäftigungszuwachs seit 2014

Gesamtbeschäftigung steigt dank Zunahme von befristeten und unbefristeten Jobs

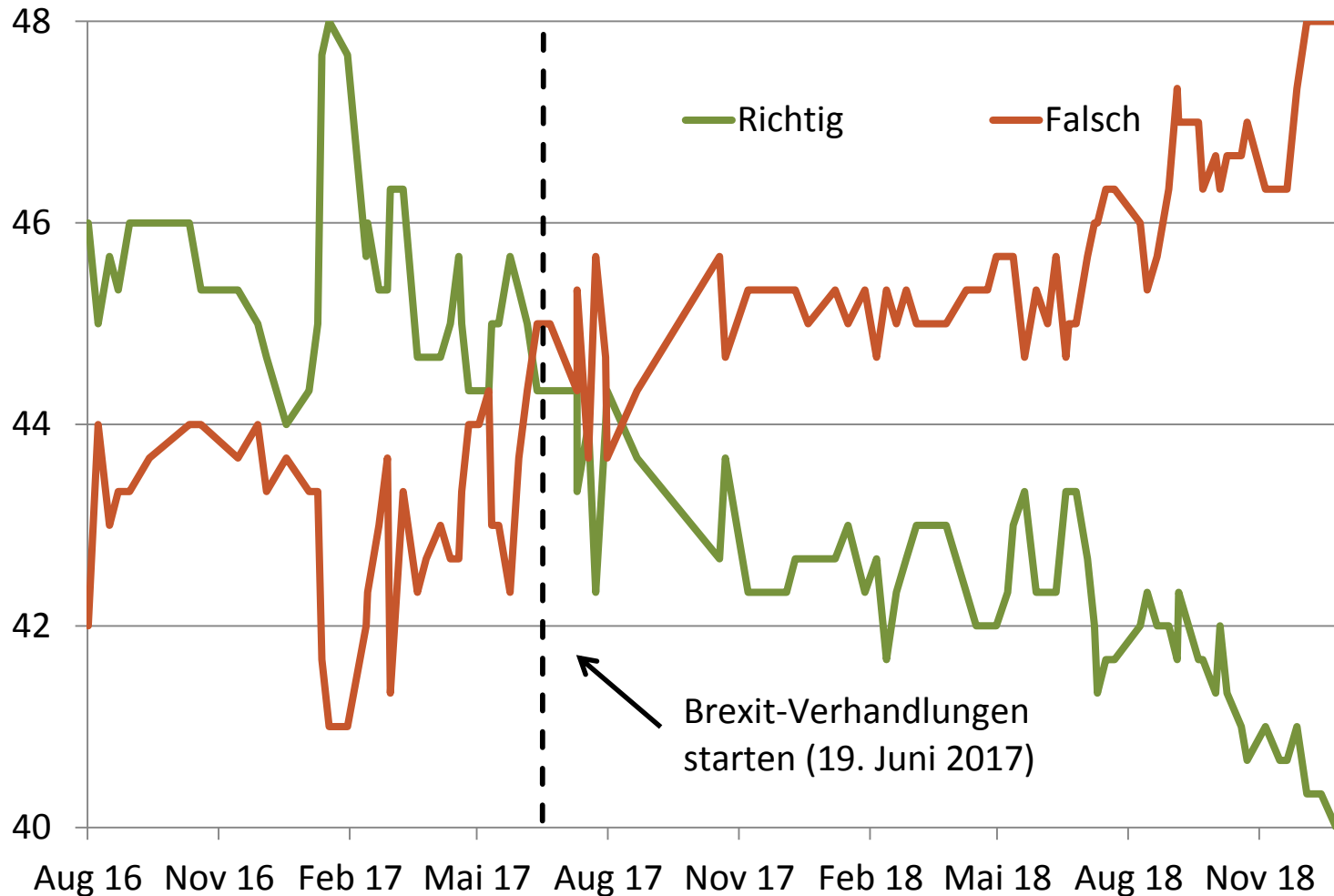


Kumulativer Beschäftigungszuwachs seit Dezember 2013, in Tausend. Quelle: ISTAT

- Dank der Arbeitsmarkt-reformen von Monti (2011) und insbesondere Renzi (2014) hat Italien seit 2014 insgesamt 1,2 Millionen Arbeitsplätze geschaffen.
- Die radikale Regierung hat bereits einige der Arbeitsmarkt-reformen rückgängig gemacht. Ein Dekret vom 2. Juli 2018 erhöht die maximale Auszahlung bei ungerechtfertigter Entlassung von 24 auf 36 Monatsgehälter.
- Befristete Arbeitsverträge werden auf maximal 24 statt 36 Monaten begrenzt und für die Arbeitgeber teurer gemacht.
- Seit dem Sommer 2018 schwächt Italiens Arbeitsmarkt wieder.

Die Briten wenden sich vom Brexit ab

Umfragen nach der Abstimmung: War es richtig oder falsch, für den Brexit zu stimmen?



Durchschnitt von 3 Umfragen. Die Grafik zeigt Meinungsumfragen zu der Frage, ob es "richtig" oder "falsch" war, im Juni 2016 für den Austritt aus der EU zu stimmen.
Quelle: YouGov

- Seit dem Beginn der Brexit-Verhandlungen ist eine Mehrheit der Briten der Meinung, dass Brexit die falsche Entscheidung ist.
- Das bedeutet allerdings nicht automatisch, dass ein neues Referendum mit dem Verbleib Großbritanniens in der EU einhergehen würde.
- Die pro-EU Mehrheit ist zu klein, um verlässlich das Ergebnis einer neuen Volksabstimmung vorhersagen zu können.
- Wahrscheinlich werden die Wähler kein zweites Mal um ihre Stimme gebeten. Die Konservativen werden versuchen, die Regierung zusammen zu halten und ein neues Referendum zu vermeiden.

Wirtschaftsprognosen im Überblick

	Anteil	BIP				Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Welt*	100.0	29	29	25	27												
USA	24.3	22	29	25	23	21	24	21	24	4.4	3.9	3.6	3.5	-3.6	-4.1	-4.5	-4.5
China	15.0	6.8	6.6	6.1	5.9	16	21	21	21	3.9	3.8	3.8	3.8	-4.0	-4.1	-4.1	-5.0
Japan	6.1	19	0.7	0.8	10	0.5	10	1.1	14	28	24	23	23	-4.2	-3.8	-3.4	-2.8
Indien	3.3	6.4	7.5	7.5	7.4	3.1	4.0	4.8	4.5					-4.0	-3.6	-3.3	-3.0
Lateinamerika	6.9	18	20	25	29	3.3	5.5	7.5	7.0					-6.8	-5.8	-5.0	-4.8
Europa	25.4	25	19	12	18												
Eurozone	15.8	25	18	11	17	15	17	13	17	9.1	8.2	7.9	7.6	-0.9	-0.5	-1.1	-0.9
Deutschland	4.6	25	15	10	17	17	19	15	18	3.8	3.4	3.3	3.0	10	18	12	0.8
Frankreich	3.2	23	15	1.1	18	12	21	16	18	9.4	9.0	8.4	7.7	-2.7	-2.7	-3.3	-2.5
Italien	2.4	16	0.9	0.4	10	13	12	10	14	11.3	10.6	10.5	10.3	-2.4	-2.1	-2.9	-2.9
Spanien	1.6	3.0	25	19	21	20	17	14	18	17.2	15.3	14.1	13.1	-3.1	-2.8	-2.6	-2.3
Portugal	0.3	28	21	15	19	16	12	12	18	9.0	7.0	6.3	5.8	-3.0	-1.1	-0.9	-0.7
Weiteres Westeuropa																	
Großbritannien	3.3	18	14	17	18	27	25	21	22	4.4	4.1	4.0	3.9	-2.7	-1.6	-1.6	-1.2
Schweiz	0.8	1.7	26	15	19	0.5	0.9	0.7	0.9	3.2	2.6	2.3	2.1	1.1	1.0	0.7	0.7
Schweden	0.7	25	23	15	22	18	19	20	21	6.7	6.2	6.0	5.7	1.3	1.0	1.0	1.0
Osteuropa																	
Russland	1.9	15	17	14	17	3.7	2.9	3.8	4.0	5.2	4.9	5.0	5.0	-1.7	1.3	0.7	0.3
Türkei	1.1	7.4	3.8	0.9	24	11.1	16.0	17.0	10.0	10.9	10.9	11.1	10.9	-2.4	-3.0	-2.9	-2.9

Arbeitslosigkeit ILO/Eurostat Definition; Saldo Staatshaushalt in % des BIP

*Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht Kaufkraftparität. KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

Anteile basieren auf BIP-Zahlen des IMF World Economic Outlook 2017.

Quelle: Berenberg

Disclaimer

This document has been prepared by Berenberg or one of its affiliates (collectively “Berenberg”). This document does not claim completeness regarding all the information on the stocks, stock markets or developments referred to in it.

On no account should the document be regarded as a substitute for the recipient procuring information for himself/herself or exercising his/her own judgements.

The document has been produced for information purposes for institutional clients or market professionals.

Private customers into whose possession this document comes should discuss possible investment decisions with their customer service officer, as differing views and opinions may exist with regard to the stocks referred to in this document.

This document is not a solicitation or an offer to buy or sell the mentioned stock.

The document may include certain descriptions, statements, estimates and conclusions underlining potential market and company developments. These reflect assumptions which may turn out to be incorrect. Berenberg and/or its employees accept no liability whatsoever for any direct or consequential loss or damages of any kind arising out of the use of this document or any part of its content.

Berenberg may act as market-maker or underwrite issues for any securities mentioned in this document, derivatives thereon or related financial products or perform or seek to perform capital market or underwriting services.

Berenberg reserves all the rights in this document. No part of the document or its content may be rewritten, copied, photocopied or duplicated in any form by any means or redistributed without Berenberg’s prior written consent.

Remarks regarding foreign investors

The preparation of this document is subject to regulation by German law. The distribution of this document in other jurisdictions may be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions.

United Kingdom

This document is meant exclusively for institutional investors and market professionals but not for private customers. It is not for distribution to or the use of private investors or private customers.

United States of America

This document has been prepared exclusively by Berenberg. Although Berenberg Capital Markets LLC, an affiliate of Berenberg and registered US broker-dealer, distributes this document to certain customers, Berenberg Capital Markets LLC does not provide input into its contents, nor does this document constitute research of Berenberg Capital Markets LLC. In addition, this document is meant exclusively for institutional investors and market professionals, but not for private customers. It is not for distribution to or the use of private investors or private customers.

This document is classified as objective for the purposes of FINRA rules. Please contact Berenberg Capital Markets LLC (+1 617.292.8200), if you require additional information.