

Märkte und Trends 2018

AUTOR

Dr. Gertrud R. Traud
 Chefvolkswirt/
 Leitung Research
 Telefon: 0 69/91 32-20 24
 research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

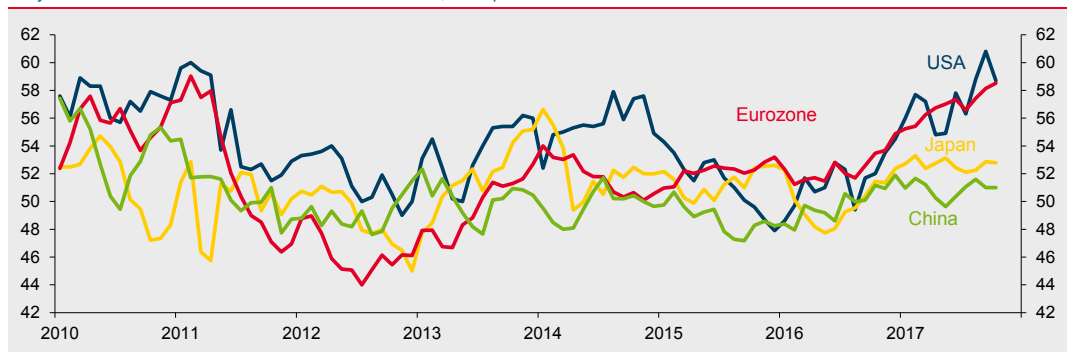
Helaba
 Landesbank
 Hessen-Thüringen
 MAIN TOWER
 Neue Mainzer Str. 52-58
 60311 Frankfurt am Main
 Telefon: 0 69/91 32-20 24
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

Wie jedes Jahr folgt unser Jahresausblick 2018 einem Motiv. Diesmal haben wir uns von Bauwerken inspirieren lassen. Das Sinnbild für Konjunktur und Kapitalmärkte in unserem Hauptszenario, dem wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % beimessen, ist das **Einkaufszentrum**.¹ Hier herrscht derzeit unter Konsumenten wie auch bei Anlegern Kauflaune. Sie lassen sich von der perfekt gestalteten Atmosphäre im Shopping Center beeindrucken und haben dabei gar nicht gemerkt, dass viele Preise bereits gestiegen sind. Auch eine gute Konjunktur gibt es nicht umsonst: Ihr Preis ist die Inflation.

2018 wird die **Weltwirtschaft** mit einer Rate von 3,4 % so dynamisch wachsen wie im Vorjahr. Deutlich steigende Zuwachsraten, wie sie derzeit von vielen konjunkturellen Frühindikatoren in Aussicht gestellt werden, lassen sich jedoch nicht realisieren.

Hervorstechender Optimismus in westlichen Industrieländern

Konjunkturelle Frühindikatoren Verarbeitendes Gewerbe, Indexpunkte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Impulse aus Asien werden 2018 wohl geringer ausfallen als 2017. **China** kehrt nach einer Phase zusätzlicher konjunkturpolitischer Impulse auf einen Pfad struktureller Wachstumsverlangsamung zurück. Die Verschuldung, insbesondere der Staatsunternehmen, hat drastisch zugenommen. Der chinesische Immobilienmarkt bleibt ein Stabilitätsrisiko. Eine anhaltend hohe Schuldenquote in den Industrieländern sowie eine in den letzten Jahren kräftig gestiegene Schuldenfinanzierung in den Schwellenländern sind eine Hypothek für 2018.

Für die **USA** zeichnet sich im Jahresdurchschnitt eine leichte Beschleunigung von 2,2 % auf 2,5 % ab. Hierbei haben wir eine moderate steuerliche Entlastung unterstellt. Nicht zuletzt die Unberechenbarkeit der künftigen Handelspolitik unter Präsident Trump belastet aber das Investitionsklima.

Der **Euroraum** und **Deutschland** werden ihr hohes Wachstumstempo aus dem Jahr 2017 nicht halten können. Wir rechnen für das kommende Jahr mit einem Anstieg des Bruttoinlandsproduktes um jeweils 2 %. Die Konsumenten werden sich zunehmend der angestiegenen Inflation bewusst. Um einen nachhaltig höheren Wachstumspfad einzuschlagen, bedürfte es einer wachstumsorien-

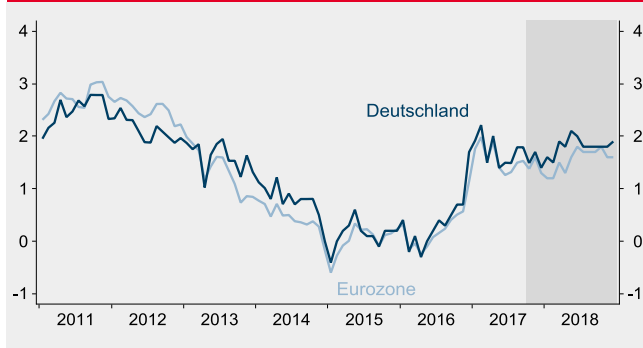
¹ Vgl. ausführliche Informationen auf unserer Microsite zu [„Märkte und Trends 2018: Einkaufszentrum – Nichts ist umsonst“](#) vom 20. November 2017 mit Kurz- und Langfassung des Jahresausblicks, Podcasts und Video-clips.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

tierten Wirtschaftspolitik, die sowohl der demografischen Entwicklung als auch der vernachlässigten Infrastruktur entgegenwirkt. In manchen Regionen Europas erweisen sich Populismus, Protektionismus und Separatismus als wachstumsschädlich.

Verbraucherpreise: Wenig Bewegung

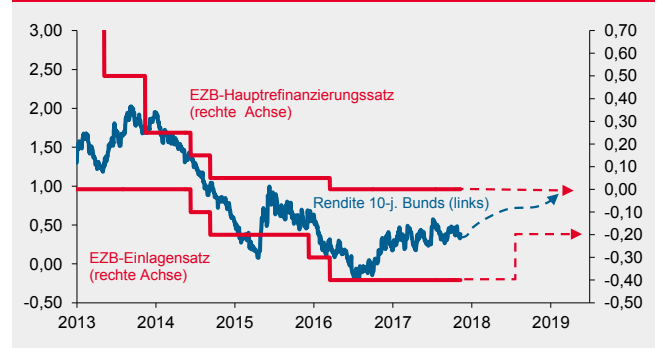
Verbraucherpreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik: 2019 wirft Schatten voraus

%



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Inflation ist zurück

Die **Inflationsraten** sind 2017 in vielen Industrieländern in den Bereich um 2 % zurückgekehrt. Engpässe am Arbeitsmarkt begünstigen einen Lohnauftrieb. Besonders ausgeprägt ist dies in Osteuropa, wo auch aufgrund eines Fachkräftemangels bereits kräftige Lohnsteigerungen zu beobachten sind. In den USA und Deutschland scheint sich das Blatt ebenfalls zu wenden. Während bislang der Anstieg der Inflation vornehmlich auf die höheren Energiepreise zurückzuführen war, ist für 2018 auch mit steigenden Kernraten zu rechnen. In den USA wird sich die Inflationsrate 2018 deutlich über 2 % manifestieren, im Euroraum und in Deutschland bewegt sie sich auf das Inflationsziel der EZB von 2 % zu. Von „unerwünscht niedrigen“ Inflationsraten kann somit keine Rede mehr sein.

Fed setzt Zinserhöhungen fort

In den Industrieländern setzen einige Notenbanken wieder auf Zinserhöhungen. Die **US-Notenbank** wird ihren geldpolitischen Normalisierungskurs fortsetzen. Bis Ende 2018 erwarten wir eine Anhebung des Leitzinses in den Korridor von 2,00 % bis 2,25 %. Darüber hinaus plant die Fed, ihre Wertpapierbestände bis Ende 2018 um 10 % zu reduzieren.

Auch EZB wird weniger expansiv

So weit ist die **Europäische Zentralbank** noch nicht, aber auch sie dürfte auf das verbesserte fundamentale Umfeld reagieren. Zum Jahresbeginn 2018 fährt sie ihr Kaufprogramm von monatlich 60 Mrd. Euro auf 30 Mrd. Euro zurück. Im September 2018 dürfte der geldpolitische Kaufrausch ein Ende finden, was allerdings nicht heißt, dass die EZB als Nachfrager am Anleihemarkt ausfällt. Sie wird lediglich ihren Wertpapierbestand bei rund 2,6 Billionen Euro einfrieren und auslaufende Zinstitel durch neue ersetzen. In der Eurozone erfolgt die Zinswende erst 2019. Wir erwarten, dass die EZB dann im Frühjahr den Einlagensatz von -0,4 % auf -0,2 % zurückführen wird. Diese Strafzahlung stellt mittlerweile eine erhebliche Bürde für Banken, Versicherungen und nicht zuletzt die Privatanleger dar. Im Laufe des Jahres 2019 wird Mario Draghi den Leitzins (Repo Rate) von Null auf 0,25 % anheben.

Der **Euro-Dollar-Kurs** dürfte sich 2018 zunächst im unteren Bereich eines Bands von 1,10 bis 1,20 bewegen. Eine sich abzeichnende Zinswende der EZB wird jedoch im späteren Jahresverlauf den Euro wieder auf 1,20 heben.

Trügerische Ruhe, sorglose Investoren

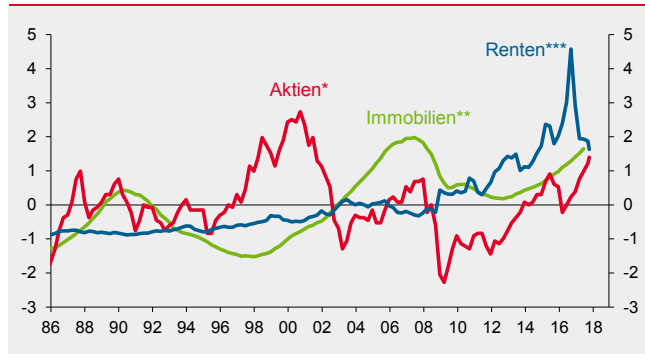
Anleger fühlen sich besonders sicher

Die Anleger haben sich inzwischen von der Geldpolitik einlullen lassen. Sie konnten beobachten, dass politische Risiken, unabhängig davon, ob sie sich letztendlich materialisierten, zu keiner Verunsicherung an den Finanzmärkten führten. Im historischen Vergleich ist das sehr ungewöhnlich. Aber nicht nur politische Zyklen werden inzwischen von vielen als obsolet erklärt. Auch der Konjunkturzyklus scheint ausgedient zu haben. Diese Wahrnehmungsverzerrung ist nicht neu. Je

länger ein konjunktureller Aufschwung andauert, desto sicherer fühlen sich die Marktteilnehmer. Die Wachstumsprognosen der Experten weichen kaum noch voneinander ab. Alle sind sich recht einig, dass die Konjunktur immer weiterlaufen wird. Auch die Finanzmarktteilnehmer sehen derzeit offensichtlich keinen Absicherungsbedarf. Die implizite Aktien- und Rentenmarktvolatilität ist historisch niedrig. Ähnlich sicher fühlten sich die Akteure zuletzt im Sommer 2007. Die ultralockere Geldpolitik hat in den vergangenen Jahren zu einer zum Teil deutlichen Bewertungsexpansion bei Aktien, Renten und Immobilien geführt. Im Ergebnis sind damit die Anlageklassiker ähnlich teuer.

Alle Anlageklassen hoch bewertet

Abstand zum langfristigen Durchschnitt in Standardabweichungen

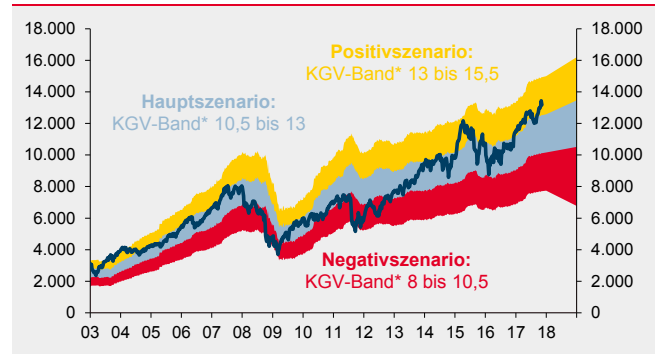


*Kurs-Cashflow-Verhältnis Aktien Welt ** Kaufpreis-Miete-Verhältnis OECD-Raum
*** Kehrwert der Rendite von Staatsanleihen Welt

Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

DAX: Kursrisiken dominieren

Index



* auf Basis der Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kursverluste am Rentenmarkt

Wie sollte sich der Anleger in diesem Umfeld positionieren? Bei **Renten** stellt sich angesichts der höheren Teuerung immer mehr die Bewertungsfrage. Dass sich Investoren mit nachhaltigen realen Vermögenseinbußen abfinden, ist nicht sehr wahrscheinlich. Wir erwarten im Laufe des Jahres 2018 einen Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis auf 1 %. Die Rendite von US-Treasuries mit 10-jähriger Laufzeit sollte bis Ende des Jahres auf 3 % zulegen. Es drohen also Kursverluste. Erste Wahl bei Neuanlagen sollten daher kürzere und mittlere Laufzeiten sein.

Immobilien sind inzwischen zwar ebenfalls hoch bewertet. Sie können aber ihre relative Attraktivität trotz anziehender Renditen am Anleihemarkt halten.

DAX mit ungünstigem Chance-Risiko-Profil

Auch **Aktien**anleger sind inzwischen ausgesprochen sorglos geworden. So zeigt die historisch niedrige implizite Aktienvolatilität, dass die Kursrisiken vom Gros der Marktteilnehmer derzeit als sehr gering eingeschätzt werden. Dabei bewegt sich die Bewertung des DAX mit einem KGV von rund 14 schon oberhalb des langjährigen Normalbandes. Dagegen birgt die Kombination aus hoher Bewertung und gestiegener Risikofreude erhebliche Rückschlaggefahren, zumal die Konjunkturstimung vermutlich ihren Höhepunkt erreicht hat. Unter realistischen Annahmen für das Gewinnwachstum ergibt sich daraus eine Kursspanne für den DAX von 10.500 bis 13.500 Punkten. Da Aktien häufig übertreiben, könnten sie zeitweilig auch darüber hinausgehen. Zum Jahresende sehen wir den DAX bei 12.300 Indexpunkten.

Da das Ertragspotenzial der gängigen Anlageklassen insgesamt überschaubar ist, drängen sich für 2018 keine größeren Abweichungen von den strategischen Neutralwerten auf. ■