



VERTRAU(D)LICH

20. Juli 2018

Zwischenbilanz Märkte und Trends 2018:
Viel geschehen – wenig passiert!

AUTOR

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

REDAKTION

Markus Reinwand, CFA

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

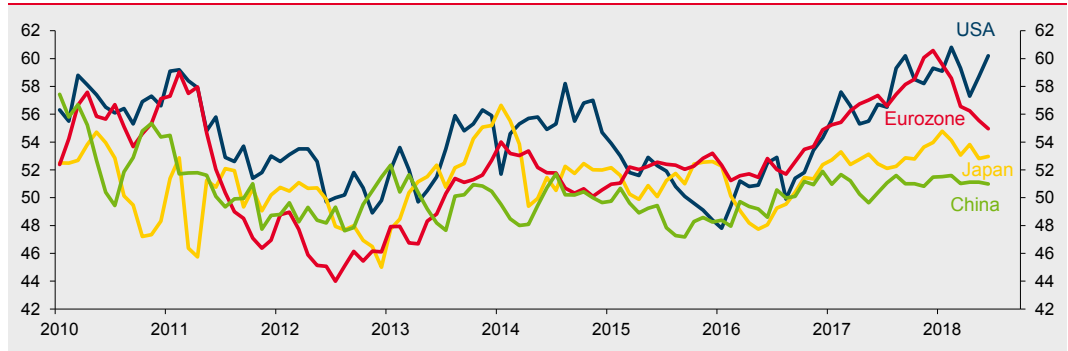
- Angesichts höherer politischer Risiken haben wir die Wahrscheinlichkeit unseres negativen Alternativszenarios von 10 % auf 15 % erhöht, die unseres positiven Alternativszenarios von 20 % auf 15 % reduziert. Die Kernaussagen unseres Hauptszenarios gelten aber weiterhin.
- Aktien haben sich von den Kursrückgängen im ersten Quartal inzwischen erholt. Entwarnung kann jedoch nicht gegeben werden – im Gegenteil: Der anhaltende Handelsstreit, rückläufige konjunkturelle Frühindikatoren, eine weniger expansive Geldpolitik und die hohe Bewertung sprechen für weitere Korrekturen.
- Der DAX dürfte in den kommenden Monaten daher den unteren Rand der Kursspanne von 10.500 bis 13.500 Punkten testen. Zum Jahresende sehen wir ihn nach wie vor bei 12.300 Indexpunkten.

Ansehnliches Wachstum – höhere Inflation

2018 wird sich die **Weltwirtschaft** ähnlich dynamisch entwickeln wie im Vorjahr. Deutlich steigende Zuwachsraten, wie sie zwischenzeitlich von vielen konjunkturellen Frühindikatoren in Aussicht gestellt wurden, lassen sich jedoch nicht realisieren. Dämpfend wirkt unter anderem die Angst vor einer Welle des Protektionismus.

Konjunkturstimmung: Nur noch in den USA top

Einkaufsmanagerindizes Verarbeitendes Gewerbe, Indexpunkte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

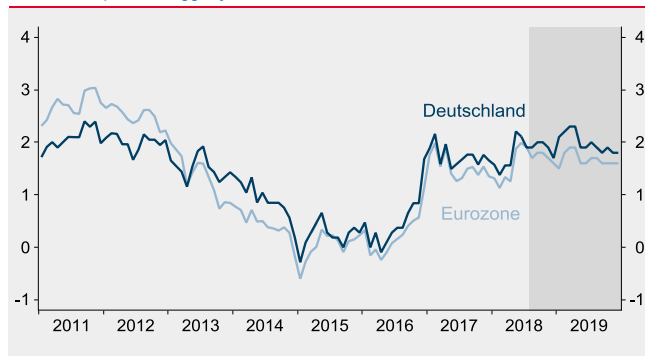
Die Impulse aus Asien fallen 2018 geringer aus als 2017. **China** kehrt nach einer Phase überdurchschnittlicher konjunkturpolitischer Impulse auf einen Pfad struktureller Wachstumsverlangsamung zurück. Die hohe Verschuldung setzt der Möglichkeit einer kreditfinanzierten Expansion enge Grenzen. Der chinesische Immobilienmarkt bleibt ein Stabilitätsrisiko. Die in den letzten Jahren kräftig gestiegene Schuldenfinanzierung in den Schwellenländern sowie die anhaltend hohen Schuldenquoten in den meisten Industrieländern sind eine Hypothek.

Für die **USA** zeichnet sich für 2018 beim Wachstum eine Beschleunigung von 2,3 % auf 2,8 % ab. Gestützt wird die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht nur durch die niedrigeren Einkommensteuern, sondern auch durch die kräftiger zulegenden Staatsausgaben. Die Unberechenbarkeit der Handelspolitik unter Präsident Trump belastet aber wie von uns erwartet das Investitionsklima.

Der **Euroraum** und **Deutschland** werden ihr hohes Wachstumstempo aus dem Jahr 2017 nicht halten können. Wir rechnen für das laufende Jahr mit einem Anstieg des Bruttoinlandsproduktes um jeweils rund 2 %. Die Konsumausgaben legen nur unterdurchschnittlich zu, da die Verbraucher mit einer höheren Inflation konfrontiert werden. Damit steigen die Realeinkommen etwas gemächlicher. Die Investitionsdynamik der vergangenen Quartale dürfte angesichts anhaltender politischer Verunsicherung ebenfalls etwas abflauen. Positive Impulse gehen dagegen weiterhin von der Bauwirtschaft aus.

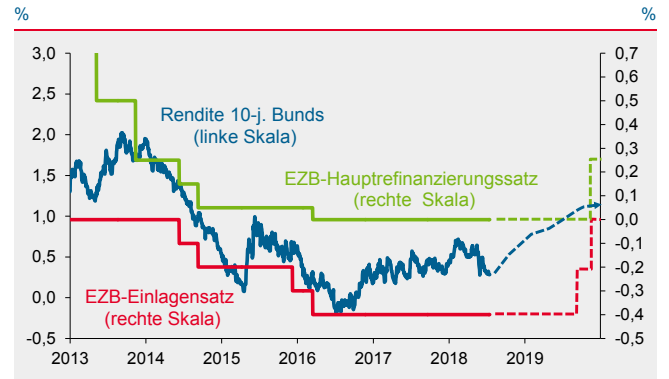
Verbraucherpreise erreichen EZB-Ziel

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 schon 2017 in vielen Industrieländern in den Bereich um 2 % zurückgekehrt. Engpässe am Arbeitsmarkt begünstigen nun einen stärkeren Lohnauftrieb. Besonders ausgeprägt ist dies in Zentraleuropa, wo aufgrund eines Fachkräftemangels bereits kräftige Lohnsteigerungen zu beobachten sind. In den USA und Deutschland wendet sich ebenfalls das Blatt. Während der Anstieg der Inflation bislang vornehmlich auf die höheren Energiepreise zurückzuführen war, ist auch mit steigenden Kernraten zu rechnen. In den USA hat sich die Inflationsrate 2018 der 3 %-Marke genähert, im Euroraum und in Deutschland bewegt sie sich auf Höhe des Inflationsziels der EZB von 2 %. Von „unerwünscht niedrigen“ Inflationsraten kann somit keine Rede mehr sein.

Geldpolitik weniger expansiv

Fed setzt Zinserhöhungen fort

In den Industrieländern setzen einige Notenbanken wieder auf Zinserhöhungen. Die **US-Notenbank** wird ihre geldpolitische Normalisierung fortsetzen. Bis Ende 2018 erwarten wir zwei weitere Anhebungen des Leitzinses in den Korridor von 2,25 % bis 2,50 %. Die Fed baut darüber hinaus plangemäß ihre Wertpapierbestände ab – auch dies reduziert den Expansionsgrad der Geldpolitik graduell.

Auch EZB wird weniger expansiv

So weit ist die **Europäische Zentralbank** noch nicht, aber auch sie verändert ihren Kurs: Ab Oktober 2018 wird sie ihr Kaufprogramm von monatlich 30 Mrd. Euro auf 15 Mrd. Euro zurückfahren und im Dezember beenden. Als Nachfrager am Anleihemarkt fällt die EZB aber nicht aus. Schließlich werden die fälligen Papiere des 2,6 Billionen Euro umfassenden Portfolios durch neue ersetzt. Die Leitzinswende erfolgt vermutlich erst im zweiten Halbjahr 2019. Wir erwarten jetzt, dass die EZB im dritten Quartal 2019 den Einlagensatz von -0,4 % auf -0,2 % zurückführen wird. Diese Strafzahlung stellt mittlerweile eine erhebliche Bürde für Banken, Versicherungen und damit letztendlich auch für die Privatanleger dar. Im vierten Quartal 2019 wird die EZB den Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) von Null auf 0,25 % anheben.

Der **US-Dollar** profitiert mittlerweile von der zunehmend divergierenden Geldpolitik. Während der Renditevorteil bzw. der zyklische Rückenwind die US-Währung stützen, begrenzt die protektionistische Politik der Trump-Regierung das Aufwertungspotenzial. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte gegen Jahresende um 1,15 notieren.

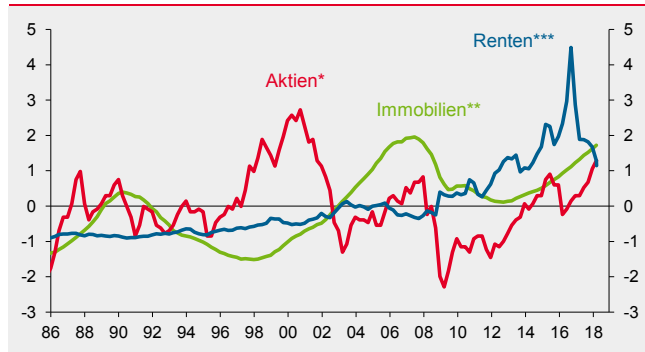
Investoren weiterhin zu entspannt

Risikoaufschläge
historisch niedrig

Anhaltende (geo)politische Spannungen, Handelsstreit und aufkommende konjunkturelle Fragezeichen werden von den Marktteilnehmern zwar intensiv diskutiert. Dennoch blieben die Anleger bislang relativ entspannt. So bewegen sich Indikatoren der Risikoaversion wie die implizite Aktienvolatilität weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Eine Bereinigung der hohen Bewertungen steht noch aus. Im Ergebnis sind damit die Anlageklassiker weiterhin ähnlich teuer.

Alle Anlageklassen hoch bewertet

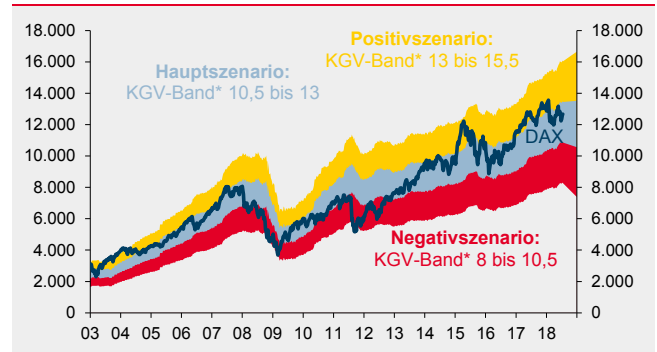
Globale Bewertungsindikatoren:
Abstand zum langfristigen Durchschnitt in Standardabweichungen



* Kurs-Cashflow-Verhältnis Aktien Welt ** Kaufpreis-Miete-Verhältnis OECD-Raum
*** Kehrwert der Rendite von Staatsanleihen Welt
Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

DAX: Zurück im fairen Bereich

Indexpunkte



* Basierend auf Gewinnsschätzungen für die kommenden 12 Monate
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wie sollte sich der Anleger in diesem Umfeld positionieren?

Kursverluste am
Rentenmarkt

Bei **Renten** stellt sich angesichts der höheren Teuerung immer mehr die Bewertungsfrage. Investoren werden auf Dauer nicht bereit sein, immer höhere reale Vermögensseinbußen hinzunehmen. Wir erwarten nunmehr bis Jahresende 2018 einen Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis auf 0,8 %. Die Rendite von US-Treasuries mit 10-jähriger Laufzeit sollte bis Ende des Jahres bis auf 3,3 % zulegen. Dies- und jenseits des Atlantiks drohen also Kursverluste, insbesondere bei längeren Laufzeiten. Erste Wahl bei Neuanlagen sollten daher kürzere und mittlere Laufzeiten sein.

DAX noch nicht
hinreichend attraktiv

Aktien haben sich von den Kursrückgängen im ersten Quartal inzwischen erholt. Entwarnung kann jedoch nicht gegeben werden – im Gegenteil: Der anhaltende Handelsstreit, rückläufige konjunkturelle Frühindikatoren, eine weniger expansive Geldpolitik und die hohe Bewertung sprechen für weitere Korrekturen. Der DAX dürfte in den kommenden Monaten daher den unteren Rand der Kursspanne von 10.500 bis 13.500 Punkten testen. Zum Jahresende sehen wir ihn nach wie vor bei 12.300 Indexpunkten.

Immobilien
weiter gefragt

Bei **Immobilien** legen die in vielen Teilmärkten schon hohen Bewertungen weiter zu. Treiber ist nach wie vor die kräftige Flächennachfrage. Zusätzlich belebt das anhaltend niedrige Zinsniveau die Investmentnachfrage. Ein Ende des Preisanstiegs ist auch bei leicht anziehenden Renditen am Anleihemarkt noch nicht absehbar. Immobilien bleiben damit vorerst attraktiv.

Gold gehört auf
Einkaufsliste

Gold hatte trotz erhöhter politischer und wirtschaftlicher Risiken in den vergangenen Monaten deutliche Einbußen zu verzeichnen. Ein Grund dürfte der robustere US-Dollar gewesen sein. Das lokale Tief der Goldnotierungen müsste aber nahe sein. Aufgrund des wieder zunehmenden Sicherheitsbedürfnisses dürfte der Goldpreis in Richtung 1.400 USD/Feinunze steigen. ■