



April 2018

Perspektiven

Das Gespenst des Protektionismus

Impressum

Perspektiven
abgeschlossen am: 21. März 2018

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Hubert Siply, Telefon 089 2171-21307

Layout&Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

Editorial



Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

während sich die Sorgen über einen deutlichen Anstieg der Inflation dank der günstigen Datenlage gelegt haben, ist ein anderes Risiko in den Vordergrund getreten: Protektionismus. Ausgelöst durch Zollanhebungen der Trump-Administration bestimmt dieses Thema seit Anfang März die Politik- und Finanzberichterstattung. Die Zölle auf US-Stahl- und Aluminiumimporte haben dabei nur marginale Effekte auf die US- und Weltwirtschaft sowie die Inflation. Mit weiteren Drohungen der USA und den öffentlich diskutierten Gegenmaßnahmen der restlichen Welt ist jedoch die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Situation eskaliert und schwerwiegende negative Effekte auf Wirtschaft und Finanzmärkte hat.

Die Reaktionen der US-Handelspartner auf die Zollerhöhungen verdeutlichen, dass es bisher kein Patentrezept für den Umgang mit dem Provokateur Trump gibt. Vielleicht bestärkt durch das Einlenken des nordkoreanischen Führers Kim Jong-un, der sich nach einer Eskalationsphase zu Gesprächen bereit erklärt hat, positioniert sich der US-Präsident mit neuen Drohpunkten gegenüber den Handelspartnern. Aufgrund der Größe des Absatzmarktes USA haben diese Drohungen hohes Gewicht und sind zudem wegen der weitreichenden Kompetenzen des US-Präsidenten (trotz seiner Unberechenbarkeit) in internationalen Handelsfragen sehr glaubwürdig. Auch wenn das anhaltend hohe Leistungsbilanzdefizit der USA kein Resultat „unfairer deals“ ist, sondern vielmehr die niedrige Produktivität im amerikanischen Verarbeitenden Gewerbe in Kombination mit anhaltend hohen staatlichen Defiziten widerspiegelt, zeigt die US-Administration zu Recht auf die Handelsbeschränkungen anderer Länder. Anstatt bilateral auf die Drohungen Trumps – ob durch Gegenmaßnahmen oder durch Entgegenkommen – zu reagieren, wäre es angebracht, demonstrativ die WTO zu stärken und auf eine umfassende Reduktion von Handelshemmnissen zu drängen.

Da Investoren keinen Handelskrieg erwarten, halten sich die Reaktionen an den Finanzmärkten bisher in Grenzen. Bei einer zu erwartenden verbalen Verschärfung des Konflikts kann es zwar kurzfristig zu Irritationen an den Märkten kommen, da wir aber keine dramatische Verschärfung der Handelsauseinandersetzungen erwarten, dürften nachhaltig spürbare Konjunktur- und Marktreaktionen ausbleiben. Wir haben daher unsere volkswirtschaftlichen Prognosen weitgehend unverändert gelassen und halten an unserer Sicht von vier Fed-Zinserhöhungen in diesem Jahr und einer sehr zögerlichen Normalisierung der EZB-Politik, inklusive einer Verlängerung des Kaufprogramms bis Ende 2018, fest. Nach der Einigung auf eine Übergangsregelung im Brexit-Prozess gehen wir jetzt aber von einem zusätzlichen Zinsschritt der Bank of England aus.

An den Rentenmärkten sollte sich daher nach einer Verschnaufpause, getrieben aus den USA, der Renditeanstieg am langen Ende fortsetzen, und in Europa gehen wir mit dem näher rückenden Ende der EZB Käufe von einer Ausweitung der Spreads von Corporate und Covered Bonds aus. Die Spreads der Peripheriestaaten könnten sich auch wieder ausweiten. Nach der Regierungsbildung in Berlin dürfte zwar der deutsch-französische Motor angeworfen werden, aber neben der schwierigen Regierungsbildung in Italien streuen auch die kleineren nordeuropäischen Länder Sand ins Getriebe, wenn es um das Thema Vergemeinschaftung geht. Die Unternehmensgewinne sollten von all diesen Entwicklungen wenig tangiert werden und die Grundlage für eine Fortsetzung der Kursgewinne an den Aktienmärkten nach der Korrektur zum Jahresbeginn bilden.

Mit besten Grüßen
Dr. Jürgen Michels

Inhalt

Impressum.....	2
Editorial	3
Inhalt.....	4
Das Wichtigste im Überblick	5
Prognosen Gesamtwirtschaft.....	7
Prognosen Zins- und Rentenmärkte	8
Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe	9
Fernglas: Dollar nachhaltig schwächer	10
5 Jahres Prognosen Gesamtwirtschaft	11
5 Jahres Prognosen Devisen, Zinsen und Aktien	11
Rohstoffe: Wenig Bewegung.....	12
USA: Das Handelskrieg-Déjà-vu.....	13
Euro-Raum: Kein Handlungsdruck der EZB	17
Deutschland: Noch handlungsfähig	20
Schwellenländer	23
Devisen: Trump macht USD das Leben schwer	24
Rentenmärkte: Seitwärtshandel mit Risiko	27
Aktienmärkte: Perspektiven bleiben positiv	30
Das Research-Team der BayernLB	34
Disclaimer.....	35
Abkürzungsverzeichnis	35

Das Wichtigste im Überblick

Globales Umfeld: Belastungsprobe für synchronisierten Aufschwung

► Risikoszenario Handelskonflikt

- Der globale Aufschwung dauert an, die synchrone Bewegung der Weltwirtschaft kommt jedoch unter Druck. Während sich die Abkühlung der Stimmungsindikatoren in Europa fortsetzt, verbessert sich die Stimmung in den USA, unterstützt durch die Steuerreform. Die jüngst beschlossenen US-Strafzölle auf Stahl und Aluminium gefährden die Erholung nicht. Eine deutliche Ausweitung des US-Protektionismus bei Gegenreaktionen der Handelspartner würde jedoch das Ende des Aufschwungs bedeuten. Dies ist weiterhin nur ein Risikoszenario, dessen Wahrscheinlichkeit jedoch zugenommen hat.
- Die jüngsten Zahlen haben Sorgen über einen starken Inflationsanstieg entkräftet. Während die Fed in den kommenden Monaten mit graduellen Zinsschritten voranschreiten wird, bereitet die EZB das QE-Ende vor und versucht die Zinserwartungen zu dämpfen.

Rohstoffmärkte: Überwiegend negative Faktoren für Öl

► Brent wieder günstiger

- Die robuste Weltkonjunktur stützt zwar nach wie vor den Rohölpreis. Das reichliche Angebot rückt aber immer mehr in den Fokus der Investoren, was das schwarze Gold mittelfristig belasten dürfte.

► Neutrales Umfeld für Gold

- Ein zuletzt rückläufiger 10-jähriger US-Realzins sorgte zwar für Unterstützung des Goldpreises, der seitwärts gerichtete US-Dollar dominierte aber. Ein etwas schwächerer Dollar und steigende US-Realzinsen sorgen auch weiterhin für ein neutrales Umfeld.

USA: Das Handelskrieg-Déjà-vu

► Höheres Haushalts- defizit

- Die neuen Zölle auf Stahl- und Aluminium sollten nur einen minimal negativen Effekt auf die US-Konjunktur und einen leicht positiven Effekt auf die Inflation haben. Unsere Prognosen tangieren sie daher kaum und wir ändern daher auch unsere Fed-Prognose mit vier Zinsschritten 2018 und drei Schritten 2019 nicht.
- Das neue Haushaltspaket sollte das öffentliche Haushaltsdefizit in den nächsten beiden Jahren zwar spürbar erhöhen, die Schuldenquote dürfte wegen einer Abwärtsrevision für 2017 jedoch niedriger als bisher prognostiziert ausfallen.

Euro-Raum: Kein Handlungsdruck der EZB

► Bisher kein Ein- fluss des Zollstreits

- Der Handelsstreit mit den USA ist als neues Thema auf die Agenda gerückt. Die Konjunktur im Euro-Raum dürfte allerdings zunächst kaum von den Strafzöllen ausgebremst werden, und auch preisseitig ändert sich an der bisherigen Einschätzung nichts.
- Die EZB ist damit zunächst weiter auf Kurs, mit ihrem graduellen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik fortzufahren. Dies bedeutet unserer Einschätzung nach weiterhin eine QE-Verlängerung bis Jahresende und eine erste Anhebung des Einlagesatzes Mitte 2019.

Deutschland: Noch handlungsfähig

- ▶ Prognosen unverändert
 - Die US-Zölle auf Stahlprodukte und Aluminiumerzeugnisse dürften die gute Konjunktur in Deutschland kaum beeinflussen. Der Anteil der Ausfuhren dieser Warengruppen in die USA beträgt nur 0,1% am BIP. Die Konjunktur, insbesondere die Baubranche, könnte gar durch einen sinkenden Stahlpreis auf dem Weltmarkt profitieren. Problematischer wäre die Situation allerdings bei Zöllen auf Kraftfahrzeuge oder Maschinen. Eine Eskalation des Handelsstreits könnte teuer werden.

Devisen: Trump macht USD das Leben schwer

- ▶ EUR-USD-Prognose unverändert
 - Angesichts des Personal-Karussells in Washington und Trumps Zollbeschlüssen gelang es dem Dollar nicht aus der jüngsten Handelsspanne auszubrechen. Bei weiteren Fed-Zinsschritten rechnen wir im Verlauf von 2018 aber weiter mit Kursen unter 1,20.
 - Unter Berücksichtigung weiterer/früherer Zinsschritte in UK/Norwegen haben wir unsere Prognosen zugunsten von GBP und NOK angepasst. Unsere EUR-CAD-Prognose haben wir hingegen etwas angehoben.

Rentenmärkte: Ein erhöhter Wiederanlagebedarf stützt Bunds im Frühjahr

- ▶ 10-jährige Bunds seitwärts
 - Im Frühjahr sollte der Bundmarkt, unterstützt durch zunehmende Reinvestitionen der EZB, in einen Seitwärtstrend übergehen. 10-jährige Bunds dürften in einem Bereich von 0,55-0,70% rentieren. Erst im Frühsommer erwarten wir einen weiteren Anstieg der Bundrenditen aufgrund der sich konkretisierenden Erwartung einer veränderten Forward Guidance der EZB sowie einer beschleunigten Inflationsentwicklung in den USA.
- ▶ Covered Bonds: Erste Lehren des Jahres
 - Der Primärmarkt startete wie erwartet fulminant ins neue Jahr, wobei die Nachfrage der EZB trotz der Reduzierung der QE-Käufe weiter hoch war. Am Sekundärmarkt halten sich Spreads noch relativ stabil, trotzdem mehren sich die Anzeichen, dass die Covered Bond-Märkte 2018 nicht mehr so reibungslos funktionieren werden wie 2017.
- ▶ Gegenwind am Primärmarkt
 - Am europäischen Credit-Markt ist weiterhin eine gewisse Nervosität zu verspüren. Zwar haben sich die Spreads nach dem kurzen Volatilitäts-Intermezzo Anfang Februar stabilisiert, jedoch notieren seitdem immer mehr Segmente mit höheren Risikoaufschlägen. Mittelfristig erwarten wir, dass sich der Ausweitungstrend manifestiert und die Emittenten am Primärmarkt mehr Gegenwind erfahren.

Aktienmärkte: Perspektiven bleiben positiv

- ▶ Die USA geben den Takt vor
 - Der wirtschaftliche Erholungstrend in den USA bleibt intakt. Verschiedene makroökonomische Frühindikatoren liefern aufhellende Signale. Die US-Steuerreform führt zu einem zunehmenden Gewinnwachstum. Positive Divergenzen in Marktbreiteindikationen sowie bei der Volatilität und im Schnitt in den neutralen Bereich abgekühlte Stimmungskindikatoren setzen zusätzliche freundliche Signale für den US-Aktienmarkt.
 - Der Aktienmarkt in Europa setzt in diesem Jahr seine Underperformance gegenüber US-Aktien fort. Gründe dafür liegen in dem jüngst relativ schwächeren Gewinnwachstum, ersten Anzeichen einer wirtschaftlichen Abkühlung in Europa, der Euro-Aufwertung, Ängsten vor Handelsbeschränkungen, erschwerter politischer Handlungsfähigkeit und dem Ende der ultralockeren EZB-Geldpolitik.

Prognosen Gesamtwirtschaft

In Prozent

	Welt-BIP Anteil	BIP-Wachstum zum Vorjahr			Inflation zum Vorjahr			Öffentl. Haushaltssaldo gemessen am BIP			Öffentl. Schuldenstand gemessen am BIP			Leistungsbilanzsaldo gemessen am BIP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
USA	25,4	2,3	2,8	2,8	2,1	2,5	2,2	-4,8	-5,7 (-4,9)	-6,6 (-6,1)	105,8	106,5	107,9	-2,4	-2,4	-2,2
Euro-Raum	16,3	2,5	2,3	1,8	1,5	1,5	1,7	-1,5	-1,4	-1,4	87,7	86,6	85,6	3,1	3,0	2,9
Deutschland	4,7	2,2	2,3	1,9	1,8	1,9	2,1	1,1	0,8	0,5	64,8	61,7	59,0	8,0	7,7	7,4
Frankreich	3,4	1,9	2,1	1,7	1,0	1,2	1,3	-3,4	-3,2	-3,0	97,1	96,9	96,9	-2,8	-2,6	-2,4
Italien	2,6	1,5	1,0	1,0	1,2	1,0	1,1	-3,3	-3,0	-3,0	132,8	134,1	135,3	2,4	2,3	2,2
Spanien	1,7	3,1	2,7	2,6	2,0	1,6	1,6	-3,2	-2,9	-2,7	97,2	95,9	94,5	1,7	1,7	1,8
Niederlande	1,1	3,2	2,7	1,9	1,4	1,5	2,0	0,5	0,5	0,6	58,8	56,1	53,7	9,0	8,7	8,4
Belgien	0,6	1,7	1,6	1,6	2,1	1,5	1,6	-2,5	-2,2	-2,0	104,4	103,5	102,3	-0,5	-0,8	-0,5
Österreich	0,5	3,1	2,4	1,8	2,1	1,8	2,0	-0,9	-0,5	-0,2	80,3	77,3	74,7	2,0	2,2	2,2
Griechenland	0,3	1,2	1,5	1,5	1,1	1,3	1,5	-2,5	-2,0	-2,0	181,2	179,7	178,0	0,0	0,4	0,5
Finnland	0,3	2,9	2,5	2,0	0,7	1,3	1,6	-1,5	-1,2	-1,0	61,8	60,4	59,0	-1,1	-0,7	-0,2
Portugal	0,3	2,6	1,6	1,6	1,4	1,3	1,4	-2,4	-2,4	-2,1	128,1	127,5	126,4	0,2	0,3	0,3
Irland	0,4	4,3	2,8	2,5	0,3	1,5	1,7	-0,5	-0,5	-0,2	69,9	67,3	64,7	2,9	2,7	2,7
Japan	5,8	1,7	1,2	0,9	0,5	1,1	1,2	-4,8	-4,1	-3,2	221,0	223,3	225,1	4,0	4,2	4,3
Großbritannien	4,0	1,7	1,2	0,5	2,7	2,6	2,3	-2,1	-1,9	-1,5	86,6	85,3	84,2	-5,0	-4,6	-4,4
Schweiz	0,9	1,0	2,1	1,8	0,5	0,7	1,0	-0,1	-0,1	0,0	42,8	41,7	40,7	10,0	9,5	9,5
Fortgeschrittene Länder¹⁾	58,3	2,2	2,3	2,1	1,7	2,0	1,9	-3,5	-3,8 (-3,4)	-4,1 (-3,9)	112,5	112,7	113,2	0,2	0,2	0,0
China	15,7	6,9	6,6	6,4	1,6	2,2	2,4	-3,7	-3,8	-4,0	47,5	50,0	53,0	1,4	1,3	1,0
Asien (o. Japan/China)	9,7	4,8	5,1 (5,0)	5,3 (5,2)	2,5	2,8	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Indien	2,9	6,6	7,5	8,0	3,7	4,7	4,8	-6,5	-6,3	-6,0	68,0	66,0	65,0	-1,5	-1,5	-1,6
Indonesien	1,2	5,1	5,3	5,5	4,0	3,7	3,9	-2,6	-2,5	-2,5	28,6	29,0	30,0	-1,7	-1,8	-1,8
Lateinamerika	6,4	1,4	2,3	2,4	9,1	6,8 (7,2)	6,5 (6,8)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brasilien	2,5	1,0	2,5	2,5	3,7	3,3 (4,0)	3,8 (4,0)	-9,2	-9,3	-8,8	83,4	87,7	91,2	-0,5	-1,8	-1,8
Mexiko	1,6	2,0	2,2	2,2	6,0	4,3	3,5	-1,4	-2,5	-2,5	53,3	52,4	52,4	-1,6	-2,0	-2,4
Russland	1,9	1,5	1,7	1,5	3,7	2,7 (3,4)	3,5 (3,9)	-2,1	-1,5	-1,0	17,4	17,7	18,2	2,7	3,2	3,7
Mittel- und Osteuropa	3,1	4,7	3,5	3,3	4,8	4,6	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Türkei	1,0	6,0	3,8	3,5	11,0	10,0	9,0	-3,0	-2,5	-2,3	28,0	28,0	27,5	-5,3	-5,3	-5,0
Naher u. Mittlerer Osten	3,4	1,9	3,0	3,1	7,1	5,8	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Südafrika	0,4	1,3	1,6 (1,3)	2,0 (1,6)	5,3	5,2 (5,0)	5,0 (5,5)	-4,5	-4,3	-4,3	53,0	55,6	57,0	-2,9	-3,3	-3,6
Schwellenländer¹⁾	41,7	4,6	4,7	4,7	4,0	3,8	3,8 (3,9)	-4,4	-4,2	-4,0	48,3	49,9	51,2	-0,3	-0,4	-0,5
Welt	100	3,2	3,3	3,2	2,7	2,7 (2,8)	2,7	-	-	-	-	-	0	-	-	-

Quellen: Eurostat, IWF, BayernLB 1) Enthält auch weitere Länder "-" nicht verfügbar alte Prognosen in Klammern

Prognosen Zins- und Rentenmärkte

Zinsen und Renditen in %, Spreads in Basispunkten¹⁾

		Stand am 20.03.2018	in 3M Jun 2018	in 6M Sep 2018	in 12M Mrz 2019
Leitzinsen					
Euro-Raum		0,00	0,00	0,00	0,00
Großbritannien		0,50	0,75	0,75	0,75
Schweiz ²⁾		-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Polen		1,50	1,50	1,50	1,75
Tschechien		0,75	0,75	0,75	1,25
USA		1,25 - 1,50	1,75 - 2,00	2,00 - 2,25	2,50 - 2,75
Japan ²⁾		-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1
USA/Euro-Raum					
USA	3M USD-Libor	2,22	2,35	2,55	3,00
	2 Jahre	2,34	2,50	2,80	3,10
	5 Jahre	2,70	2,70	2,90	3,20
	10 Jahre	2,90	2,90	3,10	3,30
	30 Jahre	3,13	3,20	3,30	3,50
Euro-Raum	3M Euribor	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33
	2 Jahre	-0,59	-0,40	-0,30	0,00
	5 Jahre	-0,03	0,20	0,40	0,60
	10 Jahre	0,59	0,70	1,00	1,30
	30 Jahre	1,22	1,40	1,70	1,90
Rendite Spreads					
Bunds	Steilheit 2-10	117	110	130	130
US Treasuries	Steilheit 2-10	55	40	30	20
Treasuries . vs. Bunds	Spread 2 Jahre	293	290	310	310
	Spread 10 Jahre	231	220	210	200
Swap vs. Bund	Spread 10 Jahre	45	40	35	30
Ausgewählte Staatsanleihemärkte					
Großbritannien	3 Monate	0,61	0,78	0,78	0,78
	10 Jahre	1,49	1,50	1,60	1,80
Schweiz	3 Monate	-0,74	-0,75	-0,75	-0,75
	10 Jahre	0,09	0,10	0,30	0,50
Polen	3 Monate	1,60	1,70	1,70	2,00
	10 Jahre	3,33	3,50	3,80	4,20
Tschechien	3 Monate	0,90	0,95	1,20	1,50
	10 Jahre	1,96	2,00	2,20	2,50
Japan	3M Tibor	0,07	0,00	0,00	0,00
	10 Jahre	0,04	0,07	0,12	0,15
Corporate Bonds					
iBoxx € Non-Financials	Ø 6,1 Jahre	50	45	55	65
iBoxx € Financials (Senior)	Ø 4,9 Jahre	47	40	45	55
iTraxx Europe Main	5 Jahre	59	50	60	70
Covered Bonds					
iBoxx € Covered	Ø 4,9 Jahre	-2	5	9	12
Pfandbriefe (Rendite)	2 Jahre	-0,29	-0,18	0,03	0,19
	5 Jahre	0,25	0,40	0,56	0,72
	10 Jahre	0,96	1,59	1,80	1,96

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände 2) Einlagesatz USA: Treasuries; Euro-Raum: Bundesanleihen

Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe

	Stand am 20.03.2018	in 3M Jun 2018	in 6M Sep 2018	in 12M Mrz 2019	
Aktienindizes¹⁾					
DAX	12.307	12.800	13.000	13.600	
EURO STOXX 50	3.412	3.500	3.540	3.680	
S&P 500	2.717	2.800	2.820	2.890	
Nikkei 225	21.381	22.000	22.500	23.500	
Devisen					
Dollar	USD pro EUR	1,22	1,20	1,18	1,20
Japanischer Yen	JPY pro EUR	130	131	135	137
	JPY pro USD	107	109	114	114
Britisches Pfund	GBP pro EUR	0,87	0,87	0,89	0,93
	USD pro GBP	1,40	1,38	1,33	1,29
Schweizer Franken	CHF pro EUR	1,17	1,17	1,18	1,19
	CHF pro USD	0,96	0,98	1,00	0,99
Schwedische Krone	SEK pro EUR	10,06	9,95	9,95	9,85
	SEK pro USD	8,22	8,29	8,43	8,21
Norwegische Krone	NOK pro EUR	9,48	9,50	9,50	9,60
	NOK pro USD	7,75	7,92	8,05	8,00
Kanadischer Dollar	CAD pro EUR	1,60	1,60	1,55	1,50
	CAD pro USD	1,31	1,33	1,31	1,25
Australischer Dollar	AUD pro EUR	1,59	1,55	1,53	1,50
	USD pro AUD	0,77	0,77	0,77	0,80
Chinesischer Renminbi	CNY pro EUR	7,78	7,68	7,67	7,80
	CNY pro USD	6,33	6,40	6,50	6,50
Polnischer Zloty	PLN pro EUR	4,23	4,20	4,25	4,20
	PLN pro USD	3,46	3,50	3,60	3,50
Tschechische Krone	CZK pro EUR	25,4	25,2	25,0	24,8
	CZK pro USD	20,8	21,0	21,2	20,7
Südafrikanischer Rand	ZAR pro EUR	14,6	14,4	14,4	15,6
	ZAR pro USD	12,0	12,0	12,2	13,0
Rohstoffe					
Rohöl-Brent (Dollar je Fass)	67	60	60	65	
Gold (Dollar je Feinunze)	1.311	1300	1250	1300	

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände

Fernglas: Dollar nachhaltig schwächer

Seit der Veröffentlichung der letzten Mittelfristprognosen Ende November 2017 hat sich unser Bild der mittelfristigen Entwicklung von Konjunktur und Finanzmärkten weitgehend bestätigt. Die Weltwirtschaft ist bis 2019 auf Expansionskurs und tritt dann in eine Phase der Abkühlung, gefolgt von einer Stabilisierung in den Jahren 2020 bis 2022. Die jüngsten protektionistischen Maßnahmen der USA haben das Rückschlagpotenzial jedoch erhöht. Wir halten an unserem Szenario weiterer gradueller Zinserhöhungen der Fed bis auf 3% im Jahr 2019 fest. Die EZB beginnt erst dann zögerlich mit Zinserhöhungen. Daher werden die 10-jährigen Treasury-Renditen wohl 2019 ihren zyklischen Höhepunkt finden, während die Bund-Renditen bis zum Ende des Projektionszeitraums langsam steigen sollten. Auf der Aktienseite gehen wir im Zuge steigender Unternehmensgewinne bis 2019 von weiteren Kurssteigerungen aus, erwarten dann jedoch eine ausgeprägte Korrektur, der eine Konsolidierungsphase folgen dürfte.

Größere Anpassungen haben wir an unserem mittelfristigen Ausblick für den Euro-Dollar-Kurs vorgenommen. Aufgrund verschiedener Faktoren erwarten wir nun ein deutlich schwächeres Dollar-Niveau. Zum einen hat sich in den vergangenen Monaten gezeigt, dass es den USA bei einer auch in Europa und vielen anderen Teilen der Welt starken Konjunktur schwerer als erwartet fällt, das nötige Kapital zur Finanzierung des laufenden US-Leistungsbilanzdefizits anzuziehen. Offenbar ist hierzu ein schwächerer Dollar erforderlich. Zum anderen schürte die Steuerreform an den Kapitalmärkten Sorgen um die US-Staatsfinanzen. Auf diesen negativen Aspekt von Steuersenkungen fokussieren sich die Märkte oft erst in wirtschaftlichen Schwächephasen. Angesichts des weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus gehen wir nun nicht mehr davon aus, dass diese Sorgen wieder verschwinden, sondern weiter auf dem Dollar lasten. Ferner zeigt sich, dass Präsident Trump auch wirtschaftlich negative Teile seines Wahlprogramms wie z.B. Handelszölle umsetzt. Das Vertrauen in die US-Führung hat nicht zuletzt auch durch den Rücktritt einiger Minister und Berater gelitten, was den Dollar ebenfalls noch längere Zeit belasten dürfte.

Insgesamt rechnen wir in den Jahren 2018 und 2019 weiterhin damit, dass der Dollar bei kontinuierlichen Fed-Zinserhöhungen und einem sich ausweitenden Transatlantik-Spread (zehnjährige US- vs. Bund-Renditen) gegenüber dem Euro per saldo leicht aufwertet. Erst danach erwarten wir, dass der Dollar bei langsamen Zinserhöhungen der EZB, unveränderten Fed-Leitzinsen und einem rückläufigen Transatlantik-Spread spürbar abwertet. Auf der Basis unseres Szenarios, das eine US-Konjunkturabkühlung, aber noch keine Rezession, beinhaltet, gehen wir davon aus, dass die Phase der Dollar-Überbewertung gemessen an der Kaufkraftparität (zuletzt 1,33 Dollar je Euro laut OECD) im Jahr 2022 mit einer Abwertung auf über 1,30 Dollar endet.

manuel.andersch@bayernlb.de

Prognosen Gesamtwirtschaft

5-Jahreshorizont, in Prozent

	USA	Euro-Raum	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien
BIP (zum Vorjahr)						
2017	2,3	2,5	2,2	1,9	1,5	3,1
2018	2,8	2,3	2,3	2,1	1,0	2,7
2019	2,8	1,8	1,9	1,7	1,0	2,6
2020	2,0	1,4	1,1	1,2	0,8	2,4
2021	1,5	1,1	1,2	1,3	0,8	2,2
2022	1,8	1,2	1,2	1,3	0,8	2,4
Inflation (zum Vorjahr)						
2017	2,1	1,5	1,8	1,0	1,2	2,0
2018	2,5	1,5	1,9	1,2	1,0	1,6
2019	2,2	1,7	2,1	1,3	1,1	1,6
2020	2,2	1,8	2,0	1,3	1,3	2,0
2021	2,0	1,8	1,9	1,6	1,7	2,1
2022	1,9	1,7	1,9	1,7	1,9	2,1
Öffentl. Haushaltssaldo (gemessen am BIP)						
2017	-4,8	-1,5	1,1	-3,4	-3,3	-3,2
2018	-5,7	-1,4	0,8	-3,2	-3,0	-2,9
2019	-6,6	-1,4	0,5	-3,0	-3,0	-2,7
2020	-5,9	-1,5	0,2	-3,0	-2,7	-2,8
2021	-5,8	-1,5	0,0	-2,8	-2,7	-2,7
2022	-6,0	-1,5	0,0	-2,8	-2,7	-2,5
Öffentl. Schuldenstand (gemessen am BIP)						
2017	106	88	65	97	133	97
2018	107	87	62	97	134	96
2019	108	86	59	97	135	95
2020	109	85	57	97	136	94
2021	111	84	55	97	136	93
2022	113	83	54	97	136	91

Quellen: Eurostat, BEA, BLS, BayernLB

Devisen, Zinsen und Aktien

5-Jahreshorizont

	Leitzinsen in % ¹⁾		Staatsanleihen in % ¹⁾			
	Euro-Raum	USA	Bunds 2J	Bunds 5J	Bunds 10J	Treasuries 10J
2017	0,00	1,375	-0,63	-0,20	0,43	2,41
2018	0,00	2,375	-0,20	0,40	1,00	3,10
2019	0,00	3,000	-0,15	0,60	1,30	3,60
2020	0,25	3,000	0,20	0,70	1,30	3,10
2021	0,50	3,000	0,70	1,00	1,40	3,00
2022	0,75	3,000	1,00	1,40	1,70	2,80

	Spreads ²⁾	Devisen ³⁾	Aktien in % zum Vorjahr ⁴⁾			Ölpreis
	iBoxx Euro Non-Fin	EURUSD	DAX	EuroSTOXX	S&F500	Dollar/Fass
2017	94	1,13	9,6	6,5	19,4	54
2018	115	1,20	2,5	5,6	6,6	60
2019	150	1,18	-1,2	-1,4	-1,8	63
2020	140	1,20	-12,1	-12,3	-12,5	60
2021	130	1,27	2,9	0,9	4,1	60
2022	130	1,32	11,7	10,8	13,7	60

Quellen: Eurostat, BEA, BLS, BayernLB 1) Jahresendstand 2) Spreads in Basispunkten 3) Jahresdurchschnitte 4) Kursindizes

Rohstoffe: Wenig Bewegung

Rohöl: Positive und negative Faktoren halten sich die Waage

- Ölpreis zeigte sich nach Absturz erholt

Von seinem Absturz Anfang Februar von etwa 70 auf knapp 62 USD je Fass erholte sich der Rohölpreis der Sorte Brent zwar, pendelte zuletzt zwischen rund 64 und 66 USD. Wir gehen aber weiterhin davon aus, dass sich der Preis in den kommenden Monaten weiter in Richtung 60 USD je Fass orientiert.

Die Pendelbewegung des schwarzen Goldes seit Mitte Februar resultierte daraus, dass sich positive und negative Faktoren in etwa die Waage hielten. So profitierte Brent u. a. von einer wieder etwas erhöhten Risikobereitschaft der Investoren, von nach wie vor robusten Wirtschaftsdaten, insbesondere aus den USA und China, sowie einer rückläufigen Rohölförderung der OPEC. Insbesondere die anhaltend kritische Lage in Venezuela - hier sank die Förderung innerhalb von zwei Jahren von 2,3 auf 1,6 Mio. Fass pro Tag - deutet laut jüngstem Monatsbericht der IEA darauf hin, dass sich die weltweite Rohölangebotssituation zum Jahresende hin verschärfen könnte. Dagegen drückte auf den Rohölpreis bspw. die erstmalige Einschätzung der OPEC, dass der erwartete Anstieg der weltweiten Rohölnachfrage voraussichtlich vollständig vom Nicht-OPEC-Angebot gedeckt werden wird. In die gleiche Richtung zielte der aktuelle 5-Jahresausblick der IEA, die bis 2023 insbesondere unter Einbeziehung der Länder Kanada, Brasilien und Norwegen keine Engpässe am Rohölmarkt erwartet. Darüber hinaus meldete die US-Energiebehörde in ihrem aktuellen „Drilling Productivity Report“, dass die Schieferölförderung mit knapp sieben Millionen Fass pro Tag einen Rekord aufgestellt hat und die gesamte Rohölförderung weiterhin auf einem guten Weg sei, 2018 mit 10,7 Mio. Fass pro Tag das bisher höchste Niveau aus dem Jahr 1970 deutlich zu übertreffen. Vor diesem Hintergrund spricht viel dafür, dass die USA ihre Rohölausfuhr, die sich 2017 auf 1,1 Mio. Fass pro Tag belief - eine Verdoppelung gegenüber 2016 - auch dieses Jahr merklich steigern werden.

- Risiko „Iran“ nicht außer Acht lassen

Unter Abwägung aller wichtigen Einflussfaktoren kommt man zwar unweigerlich zu dem Schluss, dass die negativen Faktoren etwas in der Überzahl sind und mittlerweile auch am Markt leicht die Oberhand gewonnen haben, nachdem bis Ende Januar das Gegenteil der Fall war. Da sich hieran im Trend wenig ändern dürfte, spricht viel dafür, dass sich der Rohölpreis in den kommenden Monaten weiter ermäßigen wird. Ein Risiko sollte aber nicht ganz außer Acht gelassen werden, nämlich dass der Kurs der USA gegenüber dem Iran (Atomabkommen) nach der Entlassung von Außenminister Tillerson eher verschärft werden wird, und es dadurch zu Angebotsausfällen kommen könnte.

Gold: Seitwärts solange dies auch für EUR/USD gilt

- Gold weiter seitwärts

Gold pendelte in den vergangenen Wochen zwischen 1.315 und 1.340 USD je Feinunze. Dies verwundert nicht, hat sich doch das Währungspaar EUR/USD ebenfalls in einer engen Handelsspanne von rund 1,22 bis 1,25 USD je Euro bewegt. Auch der Zinsanstieg am langen Ende der US-Staatsanleihen machte in nominaler Rechnung zuletzt eine Verschnaufpause, was sich in leicht rückläufigen Realrenditen widerspiegelte. Zudem war zuletzt zwischen Nordkorea und den USA überraschend schnell Tauwetter angesagt. Perspektivisch bleiben die Vorzeichen aufgrund der US-Leitzinsanhebungen und eines seitwärts tendierenden Greenbacks bestenfalls neutral.

andreas.speer@bayernlb.de

USA: Das Handelskrieg-Déjà-vu

- Es liegt etwas in der Luft

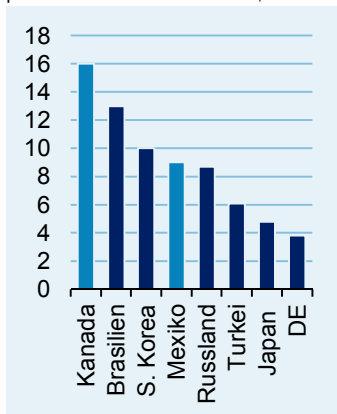
Etwas scheint das Frühjahr an sich zu haben. Viele Menschen packen dann ihre guten Vorsätze vom Jahresanfang an. Bei Präsident Trump scheint dies nicht anders zu sein. Er bemüht sich, wie schon im letzten Frühling, Ordnung in der Handelspolitik zu schaffen. Letztes Jahr setzte er dabei ein paar größere Projekte um (Rücktritt vom transpazifischen Handelsabkommen TPP, Neuverhandlung von NAFTA und des amerikanisch-koreanischen Handelsabkommen KORUS). Zudem ging er mit vielen kleineren Maßnahmen zu Werke (Zölle auf kanadisches Weichholz, Rohrleitungen aus China und Indien, Biodiesel aus Argentinien und Indonesien sowie Anti-Dumping-Untersuchungen gegen chinesisches Aluminium). Insgesamt hat Trump zwischen Januar 2017 und Februar 2018 fast doppelt so viele Untersuchungen zu Anti-Dumping- und Kompensationszöllen angeordnet als im Vorjahreszeitraum (2016/2017). Damit stellt sich die Frage, ob es bei den bisher angekündigten einzelnen Zöllen bleibt oder ob größere protektionistische Maßnahmen geplant sind. Könnte es zum Handelskrieg kommen?

Neuer Status Quo: Noch kein Grund zur Sorge

- Neue Stahl- und Aluminiumzölle könnten WTO-konform sein

Nachdem im Januar bereits Zollerhöhungen auf Waschmaschinen und Solarpanele aus einigen Ländern eingeführt wurden, hat der Präsident am 8. März per Dekret Zölle in Höhe von 25% auf Stahl- und 10% auf Aluminium-Importe beschlossen, die 15 Tage ab Verabschiedung (23.3.) gelten. Ausgenommen von den Zöllen sind Kanada und Mexiko, solange die Neuverhandlung des NAFTA-Abkommens andauert, sowie andere „hilfreiche“ Alliierte. Zu diesen zählt Trump bisher nur Australien. Die EU bemüht sich ebenfalls um Ausnahmen. Als juristische Grundlage nimmt Trump den Trade Expansion Act von 1962, Sektion 232. Diese besagt, dass der Präsident „Importe anpassen“ („adjust imports“) kann, wenn durch diese die nationale Sicherheit gefährdet ist. Trump argumentierte, dass der ausländische Wettbewerb die heimische Wirtschaft derart geschwächt hätte, dass im Notfall die heimische Stahlindustrie den militärischen Anforderungen nicht mehr gerecht werde. Deshalb müsse die heimische Stahl- und Aluminiumindustrie durch die Zölle gestärkt werden. Sofern eine solche Zollerhebung zur Wahrung der nationalen Sicherheit begründet ist, ist sie mit den Regeln der Welthandelsorganisation (WTO) konform. Eine mögliche Klage der US-Handelspartner vor der WTO könnte daher abgewiesen werden, und voreilige Gegenmaßnahmen der Handelspartner wären nicht WTO-konform. Allerdings hat der amtierende Nationale Sicherheitsberater McMaster die mögliche Wirkung der neuen Zölle auf die nationale Sicherheit in Zweifel gezogen.

Wichtige Handelspartner von Zöllen ausgenommen
Stahlexporte in die USA an Gesamtimporte an Stahl in die USA in %, 2017



Quelle: US Census, BayernLB Research

Trotz des großen politischen Echos halten sich die Effekte der neuen Zölle auf die US-Wirtschaft in Grenzen. Aluminium- und Stahlimporte zusammen machen lediglich etwa 2% der Gesamtimporte aus (Stahl: 1,2%, Aluminium: 0,7%). Dabei sind mit Kanada und Mexiko zwei der größten US-Stahlimporteure von den Zöllen ausgenommen (siehe Abbildung). Die USA haben zudem einen relativ geringen Offenheitsgrad, d.h. der Außenhandel macht nur einen geringen Anteil an der Wirtschaftsleistung aus. So haben die Stahl- und Aluminiumimporte zusammen lediglich einen Anteil von 0,3% an der Wirtschaftsleistung. Der Einfluss der Zölle auf die Konjunkturdynamik sollte daher minimal sein. Die Wirkungsrichtung dürfte dabei negativ sein. So werden zwar die heimische Stahl- und Aluminiumindustrie von den Zöllen gefördert. Gleichzeitig sollten die Zölle aber zu höheren Verbraucherpreisen führen. Durch reale Kaufkraftverluste dürften der Private Konsum gebremst und die positiven Effekte für die Industrie überkompensiert werden. Preisseitig ist der Umfang des Zolleffektes auf die Inflation schwer abzuschätzen. Zum einen ist der Effekt durch den geringen Gesamtimportanteil von Stahl und Aluminium begrenzt. Zum anderen ist unklar, in welchem Umfang die Importeure die Zollaufschläge an die Verbraucher weitergeben bzw.

ob sie geringere Margen in Kauf nehmen. Wir nehmen für unsere Prognosen nur einen kleinen Preiseffekt an, der die jährliche Inflationsrate um 0,1 Prozentpunkte anhebt. In unserem Basisszenario, das die beschlossenen Zölle einschließt, jedoch keine oder nur wenige Gegenmaßnahmen der US-Handelspartner (und schon gar keinen Handelskrieg) umfasst, besteht somit kaum Revisionsbedarf für die Prognosen. Konjunkturell wird der negative Zolleffekt durch die positiven Effekte der Steuerreform leicht wettgemacht. Nach den zuletzt etwas niedriger als erwarteten Inflationsraten bleiben wir bei unserer Inflationsprognose für 2018 von 2,5%. Die Fed dürfte vor diesem Hintergrund ihre Zinsanhebungen etwas beschleunigen und vier Zinsschritte 2018 sowie drei Zinsschritte 2019 durchführen.

Die nächsten handelspolitischen Schritte

Für unser Basisszenario besteht allerdings dann ein Risiko, wenn sich Präsident Trump nicht mit den bisherigen Zöllen begnügen sollte. In den kommenden Monaten könnten weitere protektionistische Maßnahmen umgesetzt werden, die dann auch zu Gegenmaßnahmen der Handelspartner führen könnten.

NAFTA-Verhandlungen gehen in die Verlängerung

Die Neuverhandlungen des NAFTA-Abkommens haben Mitte August 2017 begonnen. Seit dem sind sieben Monate und sieben Verhandlungsrunden vergangen, bei denen nur sechs von 30 Kapiteln des Abkommens bearbeitet werden konnten. Selbst wenn man davon ausgeht, dass sich die Verhandlungsfortschritte in den kommenden Monaten beschleunigen sollten (die nächste Verhandlungsrunde beginnt am 8.4. in Washington D.C.), ist der ursprüngliche Zeitplan nicht mehr zu halten. So hat die Regierung bisher nur bis zum 1. Juli die Verhandlungsbevollmächtigung des US-Kongress. Bis zu diesem Zeitpunkt hätte der Text ausgearbeitet und von den Staatschefs unterzeichnet werden sollen (siehe Abbildung links). Zudem steht die mexikanische Präsidentschaftswahl an, bei der im Vorwahlkampf bis zur Amtsübernahme des neuen Präsidenten kein Abkommen ratifiziert werden kann. Mit Blick auf die Kongresswahl im November könnte das auch von amerikanischer Seite schwierig werden. Diverse zeitliche Regelungen im US-Kongress zur Abstimmung von Handelsabkommen müssen eingehalten werden. Die Ratifizierung eines möglichen neuen Abkommens dürfte sich somit deutlich nach hinten verschieben. Ein möglicher Zeitpunkt für die neue Unterzeichnung der Staatschefs, die an den Finanzmärkten den größten Einfluss hätte, könnte nach dem Amtsantritt des neuen mexikanischen Präsidenten ab 1. Dezember 2018 sein. Auch wenn die Unwägbarkeiten für eine Fortsetzung von NAFTA groß sind, gehen wir in unserem Basisszenario von einem Weiterbestehen des Abkommens aus. Würden die USA ihre Drohungen wahr machen und NAFTA einseitig beenden, wäre der Austritt nach einem halben Jahr wirksam und die Handelsverflechtungen zwischen den USA, Kanada und Mexiko würden auf WTO-Niveau zurückfallen.

Einer gegen China

Ein weiterer Punkt auf Trumps protektionistischer Maßnahmenliste sind die Untersuchungen gegen China wegen der Verletzung von Rechten des geistigen Eigentums. Die Regierung beruft sich hier auf die Sektion 301-Untersuchung im Rahmen des Trade Acts von 1974. Dabei untersucht das US-Handelsministerium alle Maßnahmen und Praktiken, welche US-Rechte zu geistigem Eigentum, Innovationen oder technologischen Transfers unverhältnismäßig diskriminieren. Die Untersuchung wurde von der Regierung am 14. August 2017 eingeleitet und kann bis zu 12 Monate dauern. Medienberichten zufolge könnte aber eine Ankündigung von Präsident Trump hierzu zeitnah erfolgen. Sollte die Untersuchung positiv ausfallen, hat der US-Handelsrepräsentant die Möglichkeit, Zölle, Quoten oder Lizenzen auf die betroffenen Produktgruppen zu verhängen (die US-Regierung hofft dabei, das Handelsbilanzdefizit mit China um 60 Mrd. US-Dollar zu senken). Innerhalb des International Economic Power Act können sogar Finanzaktiva eingefroren werden. Solche Un-

Terminplan ist nicht einzuhalten

Beispiel eines ursprünglich angedachten Zeitplans zur Ratifizierung von NAFTA bis Jahresende 2018

Datum	Termin
29.04.	NAFTA-Text muss veröffentlicht werden
28.06.	Staatschefs unterzeichnen das neue Abkommen
28.06.	Text wird dem US-Kongress vorgelegt
01.07.	Mexikanische Präsidentschaftswahl
27.08.	Deadline für Änderungsanträge im Text
06.11.	US-Kongresswahl
14.12.	Deadline für Abstimmung im Kongress

Quelle: US Congress, CNN, BayernLB Research

- ▶ US-chinesische Handelsbeziehungen auf dem Prüfstand

tersuchungen waren in den 1980er-Jahren durchaus üblich, seit der Gründung der WTO 1995 wurden sie jedoch bisher nur mit deren Zustimmung umgesetzt. Wir gehen zwar davon aus, dass sich die US-Regierung im Zweifel über die WTO hinwegsetzt, sich jedoch trotz der (in einigen Bereichen durchaus gerechtfertigten) Anklagen zurückhaltender gegenüber den Chinesen zeigen wird, da das Risiko von Gegenmaßnahmen Chinas besteht. Dies könnte nicht nur den Handel treffen, sondern auch den Verkauf von US-Treasuries aus chinesischen Portfolios oder die bewusste Abwertung des Renminbi. Zudem brauchen die USA die Chinesen als Intermediär in den Gesprächen mit Nordkorea. Andererseits ist China gewillt, seine hoch reglementierten Märkte etwas zu öffnen. Es ist somit gut möglich, dass die Chinesen den Amerikanern ein Stück entgegenkommen (z.B. stärkerer Marktzugang für US-Produkte, niedrigere Zölle, Senkung von Subventionen für chinesische Produkte) und sich die gegenseitigen protektionistischen Maßnahmen in Grenzen halten.

Kommt ein Handelskrieg?

- Präsident Trump wohl der größte Risikofaktor

Das Risiko, dass US-Handelspartner mit Gegenmaßnahmen reagieren, die wiederum erneute Maßnahmen von US-Seite provozieren und so zu einem Handelskrieg führen, ist deutlich gestiegen. Gerade die wenig diplomatische und beratungsresistente Art Präsident Trumps macht die Handelsstreitigkeiten so brisant. Wir gehen in unserem Basisszenario dennoch nur von wenigen protektionistischen US-Maßnahmen und einer besonnenen Reaktion der Handelspartner aus. Dies hätte nur einen begrenzten wirtschaftlichen Effekt auf die beteiligten Volkswirtschaften. Sollten sich die Handelsstreitigkeiten zu einem Handelskrieg auswachsen, hätte dies spürbare Effekte auf die US- und die Weltkonjunktur.

Prognose USA

Preis- und saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp bzw. Vj in Prozent

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	2016	2017	2018	2019
Private Konsumausgaben	1,9	3,3	2,2	3,8	1,6	3,4	3,9	3,7	2,7	2,7	2,9	3,1
Ausrüstungsinvestitionen	4,4	8,8	10,8	11,4	4,0	8,0	8,0	7,0	-3,4	4,8	7,9	4,9
Wohnungsbauinvestition	11,1	-7,3	-4,7	11,6	2,0	4,5	4,5	5,0	5,5	1,7	3,2	2,9
Staatskonsum und - investit.	-0,6	-0,2	0,7	3,0	0,3	-0,2	-0,4	-0,5	0,8	0,1	0,6	-0,1
Inlandsnachfrage	1,0	2,8	2,7	3,6	1,6	3,5	3,7	3,5	1,7	2,4	2,9	2,8
Exporte	7,3	3,5	2,1	6,9	2,0	2,3	1,5	2,0	-0,3	3,4	3,0	2,0
Importe	4,3	1,5	-0,7	13,9	1,8	2,6	2,0	2,0	1,3	3,9	3,8	2,1
Außenbeitrag *	0,2	0,2	0,4	-1,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Bruttoinlandsprodukt	1,2	3,1	3,2	2,6	1,5	3,5	3,7	3,6	1,5	2,3	2,8	2,8

Arbeitsmarkt

Stellenaufbau (oh. Landw.) Durchschnitt in '000									187	170	163	157
Arbeitslosenquote in %									4,9	4,4	4,0	3,8

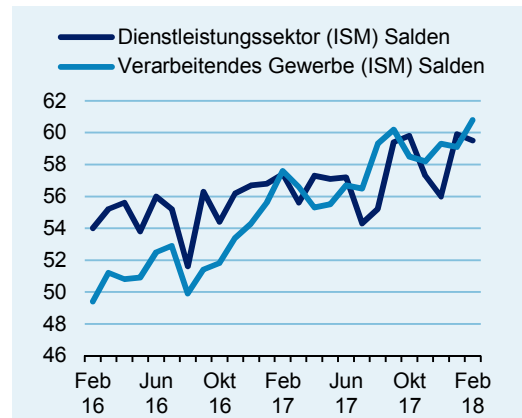
Quelle: BayernLB Research, Prognosen in blau *) Wachstumsbeitrag in Prozent des BIP

christiane.berg@bayernlb.de

USA: Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren

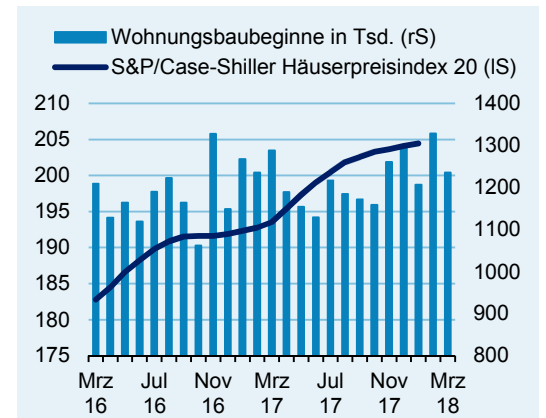
- Stimmung auf Rekordniveau

Stimmungskindikatoren
Saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: ISM, BayernLB Research

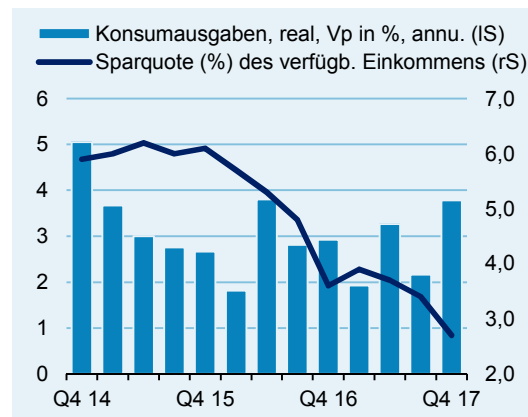
Wohnungsbau und Häuserpreise
Saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: US Census, S&P, BayernLB Research

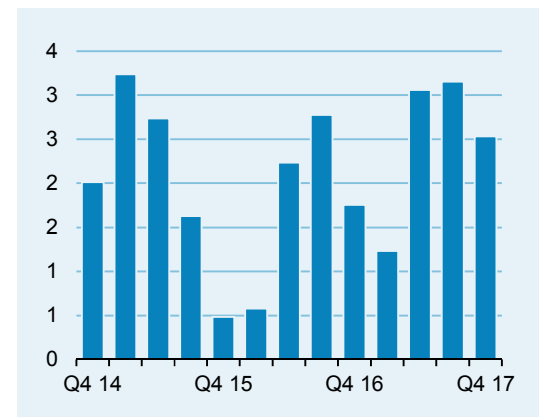
- Konsum stark, Ersparnis schrumpft

Konsumausgaben und Sparquote
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: BEA, BayernLB Research

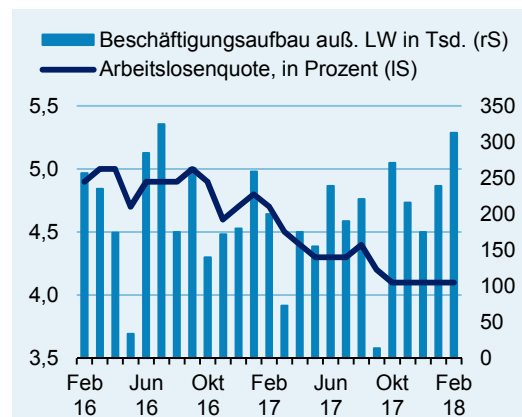
Bruttoinlandsprodukt
Preis- und saisonber. Quartalswerte, ggü. Vp in %, annualisiert



Quelle: BEA, BayernLB Research

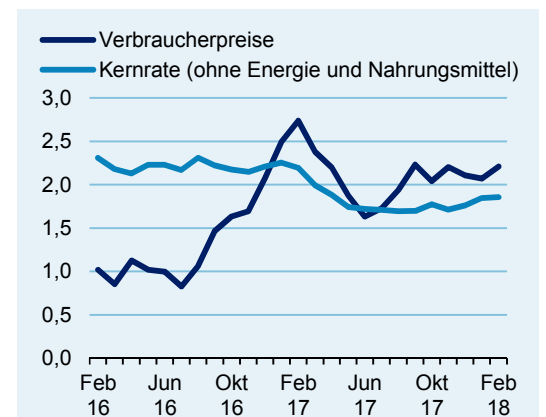
- Kerninflation nähert sich der 2%-Marke

Beschäftigung und Arbeitslosenquote
Saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: BLS, BayernLB Research

Verbraucherpreise
Veränderung ggü. Vj. in Prozent



Quelle: BLS, BayernLB Research

Euro-Raum: Kein Handlungsdruck der EZB

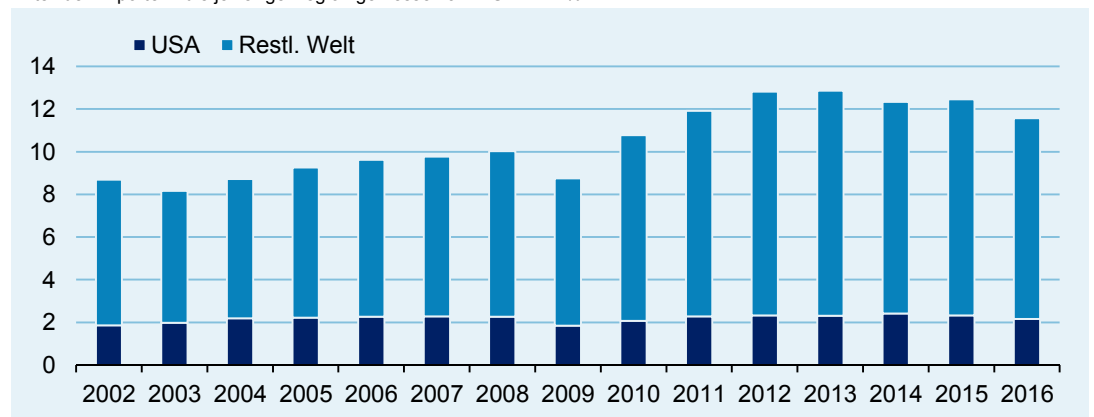
Der Aufschwung im Euro-Raum ist intakt. Dies diagnostiziert auch die EZB fortwährend. Die Voraussetzungen für das Erreichen des Inflationsziels von „unter, aber nahe 2%“ sind insgesamt gut. Zuletzt hat sich aber eine neue Baustelle für die Geldpolitiker aufgetan: Die EZB diagnostiziert zu Recht ein Risiko für den Aufschwung im Falle eines ausufernden Handelsstreites mit den USA. Die Bewertung der aktuellen Situation fällt noch unaufgeregt aus und setzt die EZB nicht unter Handlungsdruck.

Handelsstreit: Wie hoch ist die Fallhöhe?

- Bedeutung der US-Exporte hat für Europa abgenommen

Die USA sind traditionell einer der wichtigsten Handelspartner Europas. Aus der EU gehen fast 19 Prozent aller Warenexporte über den Atlantik. Allerdings hat dieser Anteil in den letzten 15 Jahren kontinuierlich abgenommen (vgl. 2004: 25,1%). Hauptgrund dafür ist die steigende Bedeutung Chinas für den Welthandel. Obwohl die EU-Exporte in diesem Zeitraum insgesamt gestiegen sind, haben die Exporte in die USA in Relation zum EU-BIP nicht zugelegt und verharren bei etwa 2%. Angesichts der aktuellen Zolldiskussion ist dies eine positive Nachricht, stehen doch die Ausfuhren Europas inzwischen auf vielen Standbeinen und sind damit von US-Zöllen weniger stark betroffen.

Relative Bedeutung des US-Handels für Europas Wirtschaft nimmt ab
Anteil der Exporte in die jeweilige Region gemessen am EU-BIP in %



Quelle: IMF, Eurostat, BayernLB Research

- Lieber Zölle beidseitig ab- als aufbauen

Allerdings würde eine weltweite Eskalation des Handelsstreits durchaus negative Auswirkungen auf die Konjunktur dies- und jenseits des Atlantiks haben, weshalb Gegenreaktionen auf beiden Seiten nur mit größter Vorsicht in Erwägung gezogen werden sollten. Mit Blick auf Zölle ist auch die EU kein unbeschriebenes Blatt. Während in den USA auf knapp 45% aller Produktgruppen keine Einfuhrzölle erhoben werden, sind in der EU weniger als 30% der Einfuhren zollfrei. Vieles spricht dafür, dass zwar die Diagnose eines nicht immer fairen Handels zwischen Europa und den USA durchaus richtig ist, die Lösung aber nicht die Errichtung neuer Zölle sein sollte, sondern der Dialog, wie Handelsbarrieren auf beiden Seiten weiter abgebaut werden können.

EZB: Nur nicht verrückt machen lassen

- Strafzölle mit begrenztem Effekt

Im Einklang mit unserer Einschätzung geht die EZB aktuell nur von einem sehr geringen Effekt der beschlossenen US-Strafzölle auf Europa aus. Dies gilt nach Aussagen Draghis auch für den Fall begrenzter Gegenreaktionen der EU. So ist der Anteil der bislang betroffenen Exporte am EU-BIP gering. Die Konjunktur dürfte daher in erster Instanz zunächst kaum in Mitleidenschaft gezogen werden. Auf der Preisseite ist der Effekt zudem nicht eindeutig. Zum einen könnten durch die US-Zölle die Stahlpreise und damit die Input-

kosten für einige Industrien in Europa sinken. Der Preiseffekt dürfte aber eher gering ausfallen, auch da die Unternehmen einen Großteil der niedrigeren Inputkosten nutzen dürften, um ihre Margen zu erhöhen. Zum anderen könnten Gegenmaßnahmen der EU zu höheren Güterpreisen in den betroffenen Kategorien führen. Da wir jedoch keine weitreichenden Gegenmaßnahmen der EU erwarten, dürfte dieser Effekt kaum Einfluss auf die Inflationsentwicklung haben.

► Inflationenbild unverändert kraftlos

Die Inflation dürfte sich damit unverändert moderat entwickeln. Der schwache Inflationswert im Februar wird nicht von Dauer sein, da Basiseffekte eine Rolle gespielt haben. Auch dürfte sich die Komponente der Nahrungsmittel angesichts der Wetterkapriolen in einigen Teilen der Erde im März wieder erholen. Der frühe Termin der Osterferien dürfte zudem preistreibende Effekte entfalten. Die EZB fokussiert sich allerdings zuletzt stärker auf die unterliegende Preisentwicklung. Dies ist nach Draghis Aussagen der Preistrend, zu dem die Inflationsrate ohne kurzfristige Preisschocks zurückkehrt. Besser als vom Gesamtindex wird dieser durch die weniger volatile Kerninflation, ohne Energie und Nahrungsmittel, repräsentiert. Diese dürfte in der ersten Jahreshälfte zunächst seitwärts tendieren und erst ab dem Sommer einen leichten Aufwärtstrend zeigen, der jedoch unter der Marke von 1,5% zu seinem Ende kommen dürfte. Hierfür spricht die zwar positive, bislang aber nicht sehr dynamische Lohnentwicklung in der Währungsunion. Zudem bremst der stärkere Euro-Außenwert die Preisentwicklung für importierte Produkte. In diesem Zusammenhang hat die EZB zuletzt betont, dass die Euro-Stärke aus ihrer Sicht zunehmend nicht mehr durch fundamentale Faktoren erklärt werden kann. Eine fortschreitende Euro-Stärke wäre somit ein potenzieller Stolperstein für die EZB auf dem Weg aus der ultraexpansiven Geldpolitik. Insgesamt dürfte die EZB aber zunächst auf Kurs bleiben, die Märkte mit graduellen Anpassungen ihrer Kommunikation behutsam auf den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik vorzubereiten. Wir erwarten im Juni eine abermalige Verlängerung des QE-Programms bis Jahresende, um die Zinsfantasien an den Märkten durch die festgelegte Abfolge der Normalisierungsmaßnahmen (erst QE-Ende, dann Zinsanhebungen) weiterhin bei Mitte 2019 zu fixieren. Erst dann scheint eine erste Anhebung des Einlagesatzes wahrscheinlich, sofern es keine Anzeichen dafür gibt, dass die Märkte eine Zinsanhebung nicht verkraften würden. Denn laut EZB-Chefvolkswirt Praet lernt die EZB genauso von den Marktteilnehmern, wie die Marktteilnehmer von der EZB lernen.

Prognose Euro-Raum

Preis- und saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp bzw. Vj in Prozent

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	2016	2017	2018	2019
Private Konsumausgaben	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,8	1,3	1,2
Staatsverbrauch	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	1,7	1,1	0,8	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	0,2	1,7	-0,3	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	4,5	3,2	3,7	3,7
Inlandsnachfrage	0,1	1,0	0,2	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	2,3	2,1	1,9	1,7
Exporte	1,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,1	1,1	1,2	3,3	5,0	5,1	4,9
Importe	0,3	1,6	0,5	1,4	1,1	1,1	1,2	1,2	4,7	4,3	4,6	5,1
Außenbeitrag *	0,5	-0,2	0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,5	0,5	0,4	0,1
Bruttoinlandsprodukt	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	1,7	2,5	2,3	1,8
Arbeitsmarkt												
Arbeitslosenquote in %									10,9	10,1	9,0	8,4

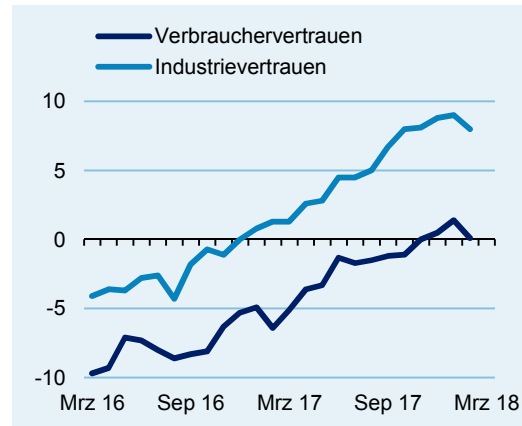
Quelle: Eurostat, BayernLB Research; Prognosen in blau *) Wachstumsbeitrag in Prozent des BIP

stefan.kipar@bayernlb.de

Euro-Raum: Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren

► Stimmung hat Höhepunkt erreicht

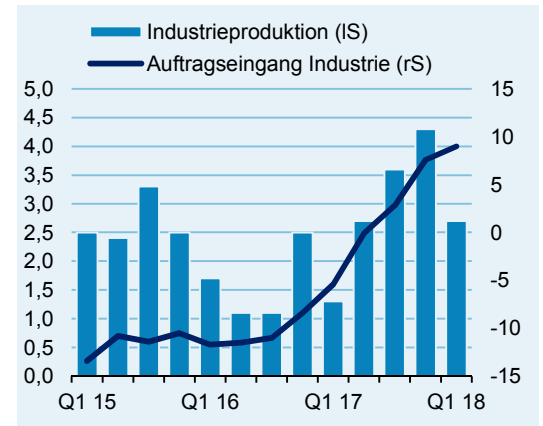
Industrie- und Verbrauchervertrauen
Salden, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: EU-Kommission, BayernLB Research

Auftragslage und Industrieproduktion

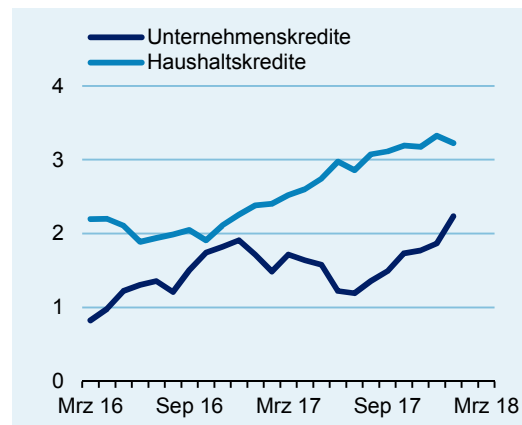
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Salden/Vp in Prozent



Quelle: Eurostat, EU-Kommission, BayernLB Research

► Kreditdynamik gewinnt an Fahrt

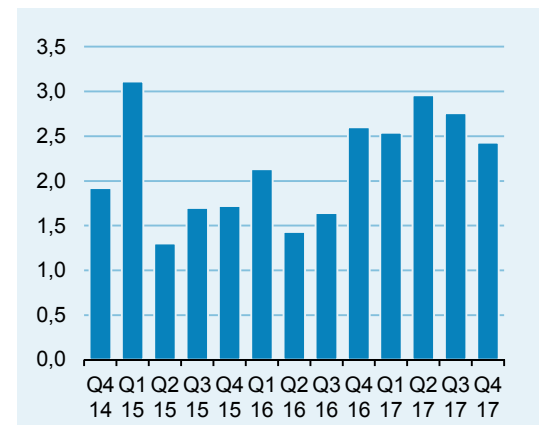
Kreditentwicklung
Veränderung zum Vorjahr in Prozent



Quelle: EZB, BayernLB Research

Bruttoinlandsprodukt

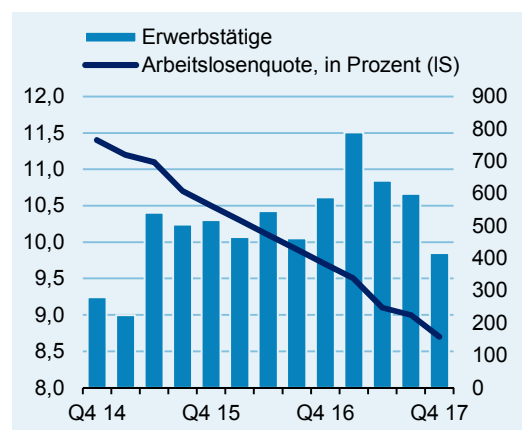
Preis- und saisonbereinigt, Vp in Prozent, annualisiert



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

► Inflation lässt weiterhin Aufwärtstrend vermissen

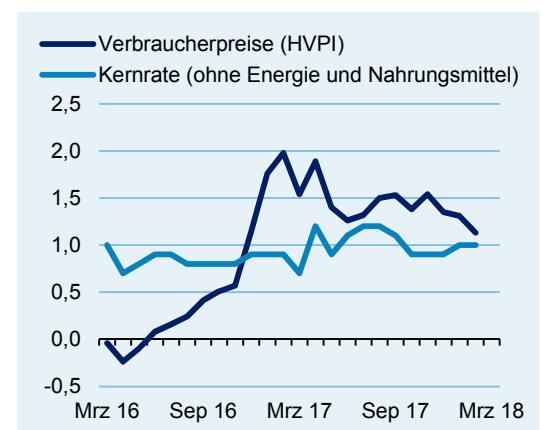
Arbeitsmarkt
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

Verbraucherpreise

Vj in Prozent



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

Deutschland: Noch handlungsfähig

Die Stimmung trübt sich ein. Wenn man die Unternehmen in der Bundesrepublik fragt, wie es ihnen geht und welche Erwartungen sie an die Zukunft haben, fallen die Antworten seit zwei Monaten spürbar weniger euphorisch aus als zuvor. Grund hierfür dürften zuletzt, neben dem starken Euro, vor allem Sorgen um einen, von den USA ausgelösten Handelskrieg sein. Immerhin ist jedoch endlich eine neue Regierung im Amt, auch wenn deren Agenda für die meisten Unternehmen wenig vorteilhaft ist.

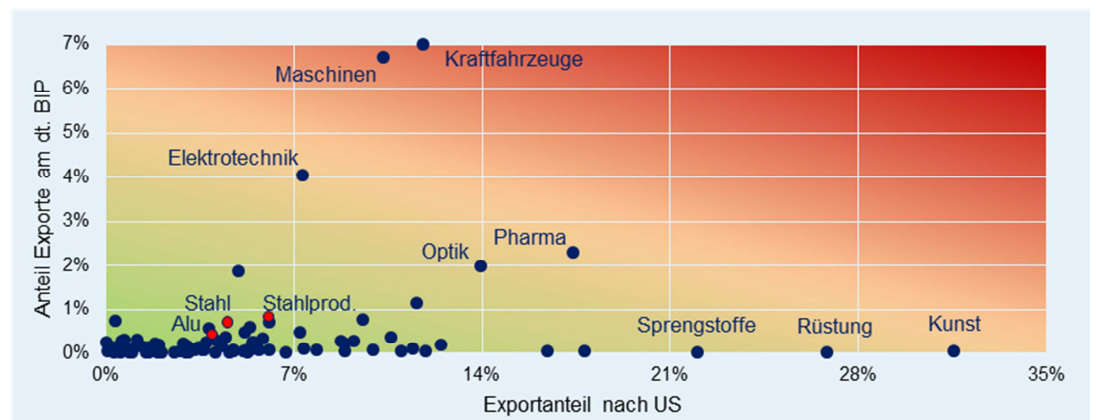
Effekt der US-Strafzölle bislang begrenzt – Sorgenfalten werden aber größer

- Bisher vom Zoll betroffene Warengruppen konjunkturell kaum bedeutend

Die in den USA neu beschlossenen Zölle von 25% auf Stahlprodukte und 10% auf Aluminiumerzeugnisse dürften die Konjunktur in Deutschland kaum spürbar beeinflussen. Zusammengenommen stehen die Exporte in diesen Warengruppen nur für knapp 2% am deutschen BIP. Der Anteil der Ausfuhren dieser Warengruppen in die USA beträgt sogar nur 0,1% am BIP, da im Durchschnitt lediglich 5% aller Ausfuhren dieser Warengruppen in die USA gehen. Zudem ist die Preiselastizität für hochspezialisierte Produkte, wie beispielsweise Spezialstähle, gering. Anders ausgedrückt: Wenn der Spezialstahl aus Deutschland für die Produktion unbedingt benötigt wird und nicht durch heimische US-Produktion ersetzt werden kann, dürfte die Nachfrage danach kaum zurückgehen, selbst wenn sein Preis deutlich steigt. So dürfte die Ausfuhr in die USA selbst in den betroffenen Warengruppen zwar zurückgehen, aber nicht einbrechen.

Schmerzhaft würde es vor allem bei Zöllen auf Kraftfahrzeuge und Maschinen

Anteil der US-Exporte einer Warengruppe (x-Achse) und Bedeutung der Exporte gemessen am BIP (y-Achse), 2017 in %



Quelle: Statistisches Bundesamt, BayernLB Research

- Konjunktur könnte über niedrigere Inputpreise sogar profitieren

Neben diesen negativen, aber überschaubaren Effekten auf die deutsche Konjunktur dürfte durch die Einfuhrbeschränkungen in den USA das Stahlangebot auf dem Weltmarkt außerhalb der USA steigen. Denn Produzenten aus anderen Erzeugerländern werden versuchen ihre Produkte, die in den USA weniger Abnehmer finden, in anderen Ländern unterzubringen. Dies sollte den Preis für Stahl außerhalb der USA drücken. In Deutschland könnten davon die Baubranche, aber auch andere Stahl verarbeitende Industrien profitieren. Ein unmittelbarer Abwärtsdruck auf die Inflation ist aber nicht zu erwarten, denn die Unternehmen dürften zunächst ihre Margen erhöhen, ihre Verkaufspreise aber allenfalls mit deutlicher Verzögerung anpassen (bzw. geringere Preiserhöhungen durchführen). Insbesondere in Branchen mit hoher Auslastung (z.B. Bau) ist kein Preiskampf zu erwarten.

- Zölle auf Autos und Maschinen könnten zum Risiko werden

Anders sähen die konjunkturellen Effekte wohl aus, wenn die USA Strafzölle auf die Einfuhr von Automobilen oder Maschinen aus Europa erheben würden. Die Bedeutung dieser Ausfuhren gemessen am deutschen BIP ist nämlich vergleichsweise hoch. Auch hier gäbe

es abmildernde Effekte, so dass nicht mit einem vollständigen Wegfall des US-Absatzes zu rechnen wäre. So liefert der deutsche Maschinenbau hoch spezialisierte Maschinen, die kaum anderweitig zu beschaffen sind. Auch sind potenzielle Kunden bei deutschen Automobilmarken wohl weniger preissensitiv als im Niedrigpreissegment. Auch wäre denkbar, dass die Autos in Einzelteilen exportiert und erst vor Ort zusammengesetzt werden. Sollten auf Fahrzeuge und Maschinen aber ähnlich hohe Strafzölle wie auf Stahl erhoben werden, würde dies Deutschland mehr als einen halben Prozentpunkt Wachstum kosten. Der Aufschwung würde deutlich an Schwung verlieren.

Ausblick: Im Basisszenario alle Ampeln weiter auf Grün

- Voraussetzung:
Kein Handelskrieg

Sofern der Handelsstreit nicht eskaliert, ist die konjunkturelle Lage insgesamt weiterhin vorteilhaft. Obwohl die Produktion schwach ins neue Jahr gestartet ist und die Stimmungsindikatoren seit Jahresbeginn sinken, sind die Voraussetzungen für einen anhaltenden Aufschwung weiterhin günstig. Eine Wachstumsbeschleunigung ist nach dem starken Jahr 2017 aber kaum zu erwarten. Hierfür sorgen auch die zuletzt etwas höheren Lohnabschlüsse, die in Verbindung mit dem stärkeren Euro die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands belasten. Die geplanten Maßnahmen der Großen Koalition dürften die Standortqualität über mittelfristig steigende Lohnnebenkosten zusätzlich unterminieren und die Investitionsfreude der Unternehmen dämpfen. Die steigenden Löhne helfen aber zumindest der EZB, denn in Deutschland dürfte in der zweiten Jahreshälfte 2018 das Inflationsziel von 2% erreicht werden.

Prognose Deutschland

Preis- und saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp bzw. Vj in Prozent

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	2016	2017	2018	2019
Private Konsumausgaben	0,8	0,9	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	2,1	1,9	1,0	1,0
Staatsverbrauch	0,3	0,3	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	3,7	1,6	1,7	1,9
Ausrüstungsinvestitionen	2,6	3,3	1,3	2,0	1,5	1,5	1,5	1,0	2,2	4,5	5,7	4,1
Wohnungsbauinvestition	2,9	0,5	-0,3	1,1	0,7	0,7	0,5	0,5	2,7	3,6	1,4	2,1
Inlandsnachfrage	0,3	1,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	2,4	2,3	2,0	1,7
Exporte	1,7	1,0	1,8	1,2	1,1	0,8	1,0	1,0	2,6	4,9	5,7	4,0
Importe	0,4	2,4	1,1	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1	3,9	5,4	5,4	3,9
Außenbeitrag *	0,6	-0,5	0,4	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,5	0,3
Bruttoinlandsprodukt	0,9	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	1,9	2,2	2,3	1,9

Arbeitsmarkt

Erw erbstätige in Millionen	43,5	44,3	44,7	44,9
Arbeitslose in Millionen	2,8	2,7	2,5	2,5
Arbeitslosenquote in %	6,4	6,1	5,7	5,6

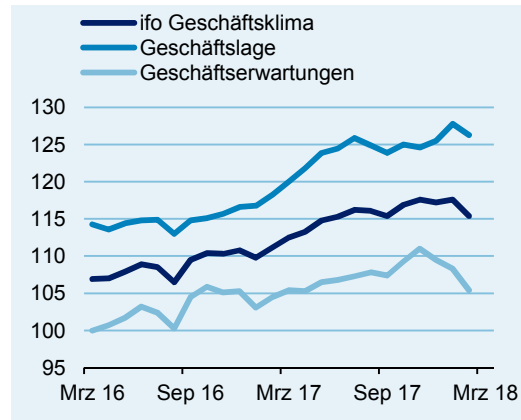
Quelle: BayernLB Research; Prognosen in blau *) Wachstumsbeitrag in Prozent des BIP

stefan.kipar@bayernlb.de

Deutschland: Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren

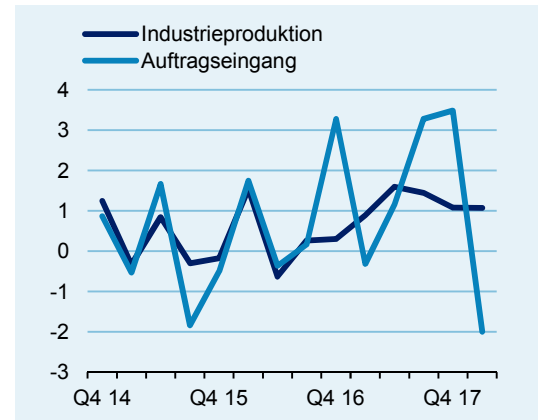
► Stimmung im Sinkflug

Ifo Geschäftsklima der gewerblichen Wirtschaft
Saisonbereinigt, 2000=100



Quelle: ifo, Datastream, BayernLB Research

Auftragseingang und Industrieproduktion
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp in Prozent



Quelle: destatis, Datastream, BayernLB Research

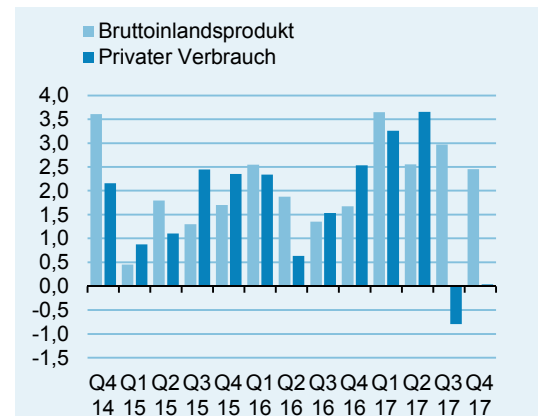
► Exporterwartungen leiden unter starkem Euro und Zolldiskussion

Exporte
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: ifo, destatis, Datastream, BayernLB Research

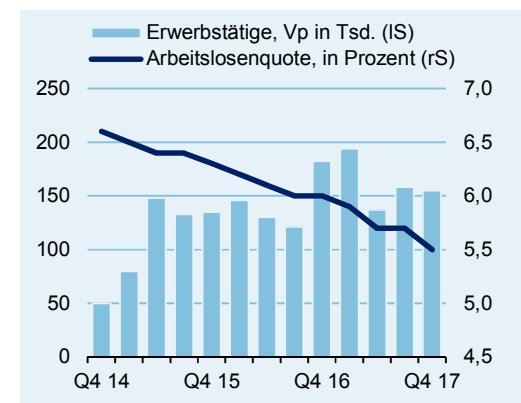
Bruttoinlandsprodukt und Privater Verbrauch
Preis- und saisonbereinigt, Vp in Prozent, annualisiert



Quelle: destatis, Datastream, BayernLB Research

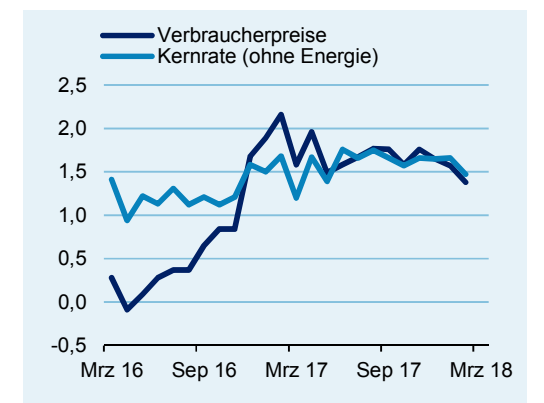
► Inflation trotz Arbeitsmarktstärke noch unter Ziel

Arbeitsmarkt
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: Bundesag. f. Arbeit, Datastream, BayernLB Research

Verbraucherpreise
Vj in Prozent



Quelle: destatis, Datastream, BayernLB Research

Schwellenländer

China: Handelskrieg mit USA ist Downside-Risiko für die Wachstumsprognose

- ▶ Xi Jinping festigt seine Macht und baut die weltweite Bedeutung Chinas aus

Der Nationale Volkskongress hat mit großer Mehrheit die Amtszeitbegrenzung des chinesischen Staatspräsidenten aufgehoben. Bislang war die Amtszeit auf zwei Perioden begrenzt. Damit nehmen nicht nur der weltweite Einfluss und die Marktmacht Chinas zu, sondern auch die politische Macht des Mannes, der darüber verfügen kann. Xi Jinping wird beides einsetzen, um den Aufstieg Chinas zur führenden Weltmacht zu beschleunigen. Dazu liefert ihm mit den USA ausgerechnet die führende Großmacht einige Steilvorlagen. Überall dort, wo sich die USA in der Amtszeit Trumps als internationaler Partner (Politik, Handelsabkommen, Militär, Umweltschutz) zurückziehen oder gar die Konfrontation suchen, wird China die Lücken schließen, die von den USA gespielten Bälle aufnehmen und seinen weltweiten Einfluss ausweiten. In diesem Sinne wird Xi Jinping auch den (plakativen) Protektionismus bzw. die Strafzölle der USA für sich zu nutzen versuchen.

Mehr als 65% (375 Mrd. Dollar) des Warenhandelsdefizits der USA gingen 2017 auf das Konto Chinas. Neben den zuletzt eingeführten Strafzöllen auf Aluminium und Stahl ist es angesichts dieser Zahlen – in Kombination mit dem von der US-Regierung offen artikulierten Vorwurfs des Diebstahls geistigen Eigentums – nicht unwahrscheinlich, dass Trump in naher Zukunft auch länderspezifische Zölle auf chinesische Importe verhängt. Daraus ergäben sich zwei wesentliche Implikationen. Erstens: Wenn mit den USA der (ehemalige) Vorreiter des weltweiten Freihandels zu solchen Mitteln greift, dann wird sich China allen seinen Handelspartnern gegenüber noch weniger als heute an die (westlichen) Regeln des weltweiten Handels gebunden fühlen. Zweitens: China und Xi Jinping sind stark genug, um den USA die Stirn zu bieten und würden wohl ebenfalls Handelsrestriktionen erlassen. Der heraufbeschworene Handelskrieg hätte niedrigere Prognosen für das chinesische BIP (2018: +6,6%; 2019: +6,4%) zur Folge.

manuel.schimm@bayernlb.de

Russland: Muster an Beharrlichkeit

- ▶ Präsident Putin sichert Wahlsieg durch Konfrontation mit dem Westen

Mit Machtpolitik nach sowjetischer Façon – wider den dämonischen Westen – hält Präsident Putin seit seiner Münchener Rede im Jahr 2007 seine Landsleute nun schon über ein Jahrzehnt lang bei Laune. Seither war Russland an Kriegen in Georgien, im Kaukasus, in der Ukraine und in Syrien beteiligt. Die Liquidierung ehemaliger Agenten in Großbritannien gerät dabei – trotz schwerer diplomatischer Krise – schon fast zur Fußnote. Diese Haltung hat Putin bei einem Stimmenanteil von knapp 77% zu einem überlegenen Sieg in der ersten Runde der Präsidentschaftswahlen am 18. März verholfen. Mindestens weitere sechs Jahre darf der ehemalige KGB-Offizier seine zunehmend autoritäre Politik fortsetzen. Proteste gibt es kaum noch, zu groß ist der Einfluss des Staates auf die öffentliche Meinungsbildung. Auch wenn die Putin ergebenden Oligarchen in den letzten Jahren der Wirtschaftskrise beträchtliche Vermögenseinbußen hinnehmen mussten, zeigen sich kaum Risse im monolithischen Machtblock aus Kapital und Politik. Nach der Wahl dürfte, ähnlich wie 2012, ein neues Sozialprogramm aufgelegt werden. Wirtschaftspolitische Liberalisierung und Bürokratieabbau sind kaum zu erwarten. Und außenpolitisch wird die Konfrontation mit der NATO forciert, auch auf die Gefahr neuer Sanktion hin. Mit dieser Strategie ist man bislang gut gefahren.

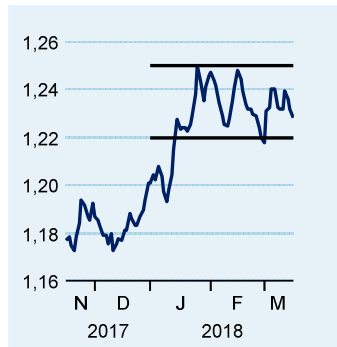
gebhard-armin.stadler@bayernlb.de

Devisen: Trump macht USD das Leben schwer

Dollar: Hin- und hergerissen zwischen Trump und Fed

Wann durchbricht der USD den Korridor?

Dollar je Euro, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters, BayernLB Research

Das sich immer schneller drehende Personal-Karussell in Washington sowie Trumps Zollbeschlüsse wurden am Markt als Dollar-negativ aufgenommen. Die Entwicklungen waren für viele eine Bestätigung für die unberechenbare und wenig umsichtige Wirtschaftspolitik der US-Administration. Trotz guter Wirtschaftsdaten und der Aussicht auf mehr Fed-Zinsschritte gelang es dem Dollar deshalb nicht, aus der Handelsspanne von rund 1,22 bis rund 1,25 EUR-USD nach unten auszubrechen. An der EZB lag dies jedenfalls nicht. Mit ihrer sehr vorsichtigen Kommunikation auf der März-Sitzung hatte sie den Euro zweitweise unter Druck gebracht. Allerdings könnte dem Greenback mit der März-Sitzung der Fed der Durchbruch nach unten gelingen, sofern die Fed nicht nur erneut den Zins anhebt, sondern zudem vier statt bislang drei Zinsschritte für 2018 in Aussicht stellt. Wir bleiben dabei, dass weitere Zinsschritte der Fed (jeweils zum Quartalsende) dem Dollar nochmal Auftrieb geben werden. Solange die EZB nur sehr graduelle Kommunikations- und Politikanpassungen vornimmt und vor allem keine starke Zinsfantasie aufkommen lässt, dürften wir bis zum Jahresende noch einmal Kurse unter 1,20 EUR-USD sehen (bei etwa 1,18 USD). Anfang 2019 gehen wir aber davon aus, dass eine tatsächlich nahende erste EZB-Zinsanhebung den Euro stützen wird. Zudem sollte eine US-Konjunkturabkühlung im ersten Halbjahr 2019 erste (leichte) Sorgen um den weiteren Verlauf aufkommen und den Ausflug unter die 1,20 USD vorerst enden lassen.

- ▶ US-Protektionismus größter Unsicherheitsfaktor

Die größte Unbekannte bei unserer Prognose ist die US-Handelspolitik (und etwaige Gegenmaßnahmen betroffener Länder). Gemessen an den Reaktionen auf Trumps Zollentscheid am FX-Markt würden umfangreichere protektionistische Maßnahmen der USA wohl zunächst den USD schwächen. Ein Unterschreiten der 1,20-Marke wäre dann weniger wahrscheinlich. Falls andere Staaten mit eigenen Handelsbeschränkungen reagieren, wird die Einschätzung der Wirkungen auf den Dollar ambivalent. Einerseits könnten die protektionistischen US-Maßnahmen von der Fed als negativer Angebotsschock angesehen werden, woraufhin sie ihre mittelfristigen Inflationserwartungen nach oben anpasst und die Zinsen schneller und umfangreicher anhebt. Andererseits könnten sich die Fed und der Markt auf die unmittelbaren wirtschaftlichen Verwerfungen fokussieren, die in den USA höher ausfallen dürften. Schließlich würden die USA ihre Handels- und Zulieferketten mit dem Rest der Welt torpedieren bzw. stark einschränken. Mit ausreichender Konfidenz lässt sich im Risikoszenario einer handelspolitischen Eskalation derzeit nur eine deutlich höhere USD-Volatilität prognostizieren.

Yen: Japanische Fieberträume

- ▶ Risikoaversion keine gute Erklärung für Yen-Stärke

Die Stärke des Yen im März (ggü. USD und EUR) wird häufig mit einer höheren Risikoaversion erklärt. Ein Blick auf den zeitgleich schwächer tendierenden Franken und die sich stabilisierenden Aktienmärkte lässt diese Erklärung wenig plausibel erscheinen. Vielmehr dürfte der Yen weiterhin durch BoJ-Straffungsfantasien gestützt werden. Diese Spekulationen werden auch durch den weiter schwelenden Korruptionsskandal in Japan genährt, in welchem Finanzminister Aso verstrickt scheint. Vor diesem Hintergrund wird gemutmaßt, dass damit auch die „Abenomics“ und vor allem die ultraexpansive Geldpolitik der BoJ auf tönernen Füßen stehen könnten. Wir halten dies – trotz zuletzt deutlich sinkender Umfragewerte für Abe – ebenso wie die BoJ-Straffungsfantasien für weit hergeholt. Vor allem beim USD-JPY dürften die anstehenden Fed-Zinsschritte schon bald die Sicht eines starken JPY auf die Probe stellen. Sofern Abe nicht substantiell geschwächt oder gar zum

Rücktritt gezwungen wird, und es zu keinem globalen Handelskrieg kommt, dürfte der Dollar in der 2. Jahreshälfte wieder Niveaus über 110 JPY erreichen.

Norwegische Krone: Optimismus im hohen Norden

- Dynamischer Jahresauftakt für die Krone

Seit März 2016 verharrt der Leitzins der Norges Bank bei 0,50% und die letzte Erhöhung liegt knapp sieben Jahre zurück. Im Anschluss an die März-Sitzung kam aber Bewegung in den Markt. Dieser preist nun per Ende 2018 eine Anhebung auf 0,75% ein. Die Währungshüter selbst erklärten, dass eine Zinsanhebung nach dem Sommer wahrscheinlich sei. Die Krone wertete spürbar zum Euro auf und durchbrach die wichtige Unterstützung bei 9,55 NOK. Anfang März hatten der Krone bereits höher als erwartete Inflationszahlen Auftrieb verliehen. Das norwegische Finanzministerium hatte zudem das Inflationsziel der Norges Bank von 2,5% auf 2,0% herabgesetzt (die Kern-Inflationsrate lag zuletzt bei 1,4%). Angesichts der nun deutlich vor der EZB erwarteten Zinsanhebung in Norwegen haben wir die EUR-NOK-Prognosen etwas zugunsten der Krone angepasst. Wir bleiben mit Blick auf die Krone aber weiter vorsichtig, auch wegen der Risiken am norwegischen Häusermarkt.

Franken: Zurückhaltung bei der SNB

Nur kurzer Ausflug in Richtung 1,15 EUR-CHF
Franken je Euro. Tageswerte



Quelle: BayernLB Research

Der Franken zeigt sich weiter wenig beeindruckt von guten Schweizer Wirtschaftsdaten und schwächte sich im Zuge der Stabilisierung der Aktienmärkte zuletzt wieder auf 1,17 EUR-CHF ab. Dort verweilte der Kurs auch nach der jüngsten SNB-Sitzung, da die SNB an ihrer Kommunikation der letzten Monate unverändert festhielt: Der Franken sei nach wie vor hoch bewertet, die Lage am Devisenmarkt weiterhin fragil und die monetären Bedingungen können sich rasch ändern. Interessant war dabei vor allem eines: Die SNB veröffentlichte erstmals eine Inflationsprognose für 2020 (1,9%), bei der sie unterstellt, dass der Negativzins unverändert bei -0,75% bleibt. Dass selbst bei unveränderten Negativzinsen bis 2020 das Inflationsziel von 2% gerade so erreicht wird, kann als Hinweis gewertet werden, dass die SNB noch sehr weit von einem ersten Zinsschritt entfernt ist. Eine Aufwertung des Frankens unter das Niveau von 1,15 EUR-CHF, welches im Februar zu beobachten war, ist unserer Meinung nach nur im Fall eines großen Unsicherheitschocks zu erwarten.

Pfund: Keine Übergangsphase in Endlosschleife

- An den Aussichten für GBP ändert auch die BoE nichts

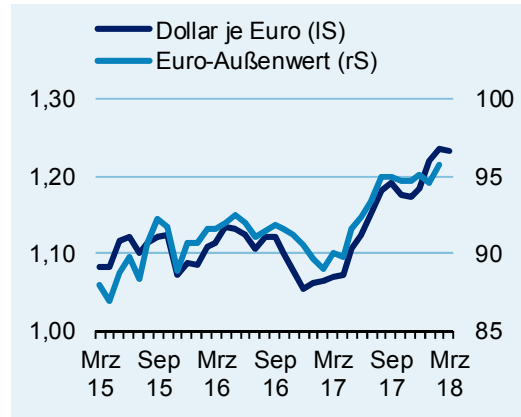
Mit den Andeutungen weiterer Zinsschritte der BoE und der Einigung auf eine Brexit-Übergangsphase notierte das Pfund zuletzt recht fest. Da wir angesichts der falkenhaften Töne der BoE nun mit einem weiteren Zinsschritt im Mai rechnen, könnte das Pfund zunächst noch weiter zulegen. Ab der zweiten Jahreshälfte dürfte Sterling aber wieder auf einen Abwertungstrend umschwenken. Dann erwarten wir, dass sich die Konjunktur stärker abschwächt und weiteren Zinsschritten entgegensteht. Schließlich liefert die aktuelle Einigung zur Übergangsphase keine juristische Planungssicherheit für Unternehmen und Finanzinstitute. Diese erhalten sie erst mit dem gesamten Austrittsabkommen, welches Anfang 2019 ratifiziert sein dürfte. Im März 2019 sehen wir EUR-GBP bei rund 0,93. Dann steht der fast unumkehrbare EU-Austritt unmittelbar bevor und die sehr kurze Übergangsphase ohne Verlängerungsoption (darauf drängte die EU) mit dem Ziel „Kanada-Modell“ beginnt. In den 21 Monaten des Übergangs dürfte UK nicht einmal die notwendige Zoll-Infrastruktur auf die Beine gestellt haben.

manuel.andersch@bayernlb.de

Ausgewählte Wechselkurse

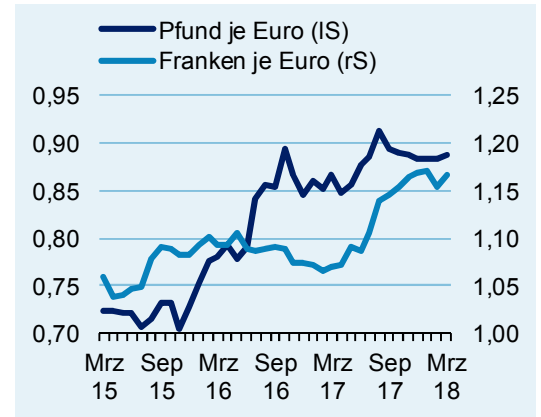
- Nur temporäre Pfund-Stabilisierung

Dollar je Euro und Euro-Außenwert
Monatsdurchschnitte, Außenwert: real, 2010=100



Quelle: BayernLB Research

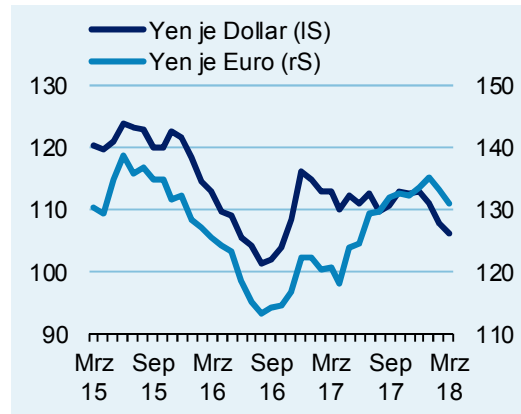
Pfund, Franken
Monatsdurchschnitte



Quelle: BayernLB Research

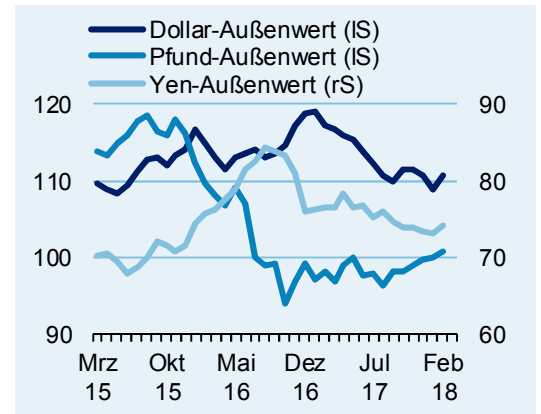
- Yen war zuletzt gefragt

Yen
Monatsdurchschnitte



Quelle: BayernLB Research

Außenwert Dollar, Pfund, Yen
Monatsdurchschnitte, Außenwert: real, 2010=100



Quelle: BayernLB Research

- EUR-USD sollte die 1,20 noch einmal unterschreiten

Wechselkursprognosen
Monatsdurchschnitte

		Stand am	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 12 Monaten
		20.03.2018	Jun 2018	Sep 2018	Mrz 2019
Dollar	USD pro EUR	1,22	1,20	1,18	1,20
Konsens-Prognose	USD pro EUR		1,23	1,25	1,28
Japanischer Yen	JPY pro USD	107	109	114	114
Konsens-Prognose	JPY pro USD		108	108	108
Britisches Pfund	GBP pro EUR	0,87	0,87	0,89	0,93
Konsens-Prognose	GBP pro EUR		0,88	0,89	0,89
Schweizer Franken	CHF pro EUR	1,17	1,17	1,18	1,19
Konsens-Prognose	CHF pro EUR		1,17	1,18	1,20

Quelle: BayernLB Research, Reuters-Konsens

Rentenmärkte: Seitwärtshandel mit Risiko

Staatsanleihen: Was passiert im Risikoszenario eines Handelskriegs?

- ▶ Basisszenario: Seitwärtshandel

Von Dezember bis Mitte Februar war die 10-jährige Bundrendite bis 0,8% gestiegen. Seitdem hat sie, wie von uns erwartet, knapp die Hälfte der Aufwärtsbewegung wieder wettgemacht. In den nächsten Wochen gehen wir im Basisszenario von einem Seitwärtshandel aus, da ein zunehmender Wiederanlagebedarf der EZB Bundesanleihen stützt. 10-jährige Bunds dürften daher im Frühjahr in einem Bereich von 0,55 bis 0,70% rentieren.

- ▶ Eingeführte Zölle ändern Zinsprognose nicht;...

In unserem Basisszenario haben wir schon seit Beginn der Präsidentschaft Trumps berücksichtigt, dass es sektoral wie geografisch punktuell zu neuen US-Zöllen kommen dürfte. Nachdem die US-Inflationsrate durch die nun eingeführten Zölle auf Stahl und Aluminium lediglich um 0,1 Prozentpunkte betroffen sein sollte und kaum negative Wirkungen für das Wachstum zu befürchten sind, haben wir unsere Zinsprognose nicht angepasst. Schließlich sollten vier Zinsschritten in 2018 aufgrund eines leicht höheren Inflationsdrucks noch an Wahrscheinlichkeit gewinnen. Gemessen an der bisherigen Reaktion scheint die Risikoeinschätzung marktseitig ähnlich gering auszufallen. Entsprechend hoch ist allerdings auch das Volatilitätsrisiko sofern das Szenario eines Handelskriegs immanent würde.

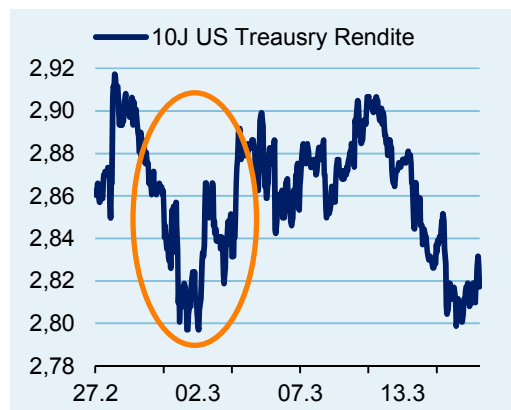
- ▶ ...ein Handelskrieg allerdings schon

In unserem Risikoszenario wird der Markt durch die Einmaleffekte beim Preisauftrieb wohl hindurchsehen. Gleichzeitig rückt aber das Dilemma der Fed in den Fokus, die angesichts des kurzfristigen Inflationsanstiegs aus Marktsicht zu spät auf das konjunkturelle Risiko reagieren und damit das Rezessionsrisiko der US-Wirtschaft erhöhen könnte. Bei temporär noch weitgehend stabilen US-Zinsen am kurzen Ende sollten die Renditen am langen Ende bereits sinken, da dort die Konjunktursorgen überwiegen sollten. Dies könnte sogar zu einer inversen US-Kurve führen, d.h. die langfristigen fallen unter das Niveau der kurzfristigen Zinsen.

- ▶ Chinas Waffe sind seine Bestände an US-Treasuries

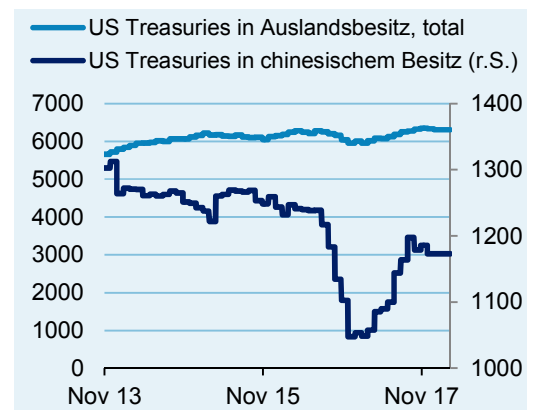
Dieser aus fundamentaler Sicht zu erwartenden Renditeentwicklung gegenüber stehen wahrscheinliche Veränderungen internationaler Portfolioströme. Auch wenn China seine mögliche Drohung eines massiven Abverkaufs von US-Treasuries nicht umsetzt, darf mit einer Beschleunigung der schon seit einigen Jahren zu beobachtenden Netto-Verkäufe von Treasuries durch China gerechnet werden.

Zoll-Ankündigung berührte USTs nur kurzfristig
10J US-Treasury Rendite im Tageschart, in %



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

China reduziert bereits länger UST-Bestände
Treasury-Bestände Chinas und der Welt, in Mrd. USD



Quelle: US-Finanzministerium, BayernLB Research

alexander.aldinger@bayernlb.de

Covered Bonds: Spread-Entwicklung 2018 und Risikofaktoren

► Covered Bonds trotz reduzierter EZB-Käufe

Covered Bond Spreads haben sich in den letzten Monaten trotz der seit Jahresanfang reduzierten EZB-Käufe sehr stabil entwickelt. Dies gilt sowohl für die EU-Kernländer und Skandinavien als auch für Italien und Spanien. So hat sich der ASW-Spread des Covered Bond-Gesamtindex seit Jahresanfang um 1 Bp auf MS -2 Bp eingengt und verbleibt damit in der Nähe des All-Time Low vom 1. Dezember 2017 (-4 Bp). Während Pfandbriefe und skandinavische Covered Bonds unverändert blieben und Italien marginal weiter tendierte (+1 Bp), engte Spanien sogar um 5 Bp ein (siehe Grafik unten rechts).

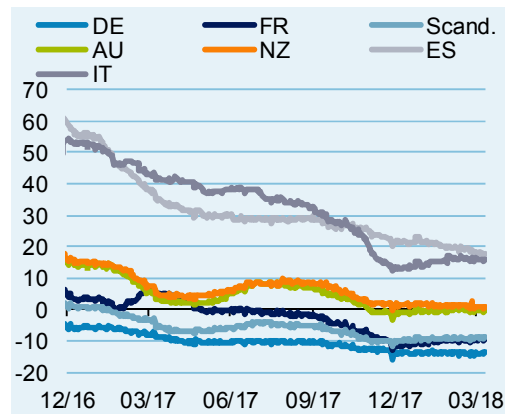
► EZB noch sehr aktiv

Viele Covered Bond-Investoren stellen sich aktuell die Frage, wie sich der Ausstieg der EZB aus der quantitativen Unterstützung auf die Risikoaufschläge gedeckter Bonds durchschlagen wird. Im Januar konnte allerdings von einer nachlassenden Unterstützung noch nicht die Rede sein. Schließlich hatte die EZB – bedingt durch Nachholeffekte wegen der Weihnachtspause – mit 6,2 Mrd. Euro (inklusive reinvestierter Fälligkeiten) sogar mehr als im Jahresdurchschnitt 2017 erworben (4,4 Mrd. Euro). Auch im Februar war die EZB mit Brutto-Käufen von 4,4 Mrd. Euro sehr aktiv und stützte die gedeckten Spreads, die durch eine sehr geringe Neuemissionstätigkeit zusätzlich begünstigt wurden.

► Moderate Spread-Ausweitung am wahrscheinlichsten

Im weiteren Jahresverlauf erwarten wir, dass sich der Rückzug der EZB, die derzeit fast 40% (!) der ausstehenden Euro-Benchmark Covered Bonds hält, nicht nur am Primär-, sondern auch am Sekundärmarkt bemerkbar macht. Zwar hat die EZB angekündigt, dass die privaten Kaufprogramme von der QE-Reduzierung unterproportional betroffen sein werden. Dennoch könnte die Reduzierung der Käufe im Februar um rund ein Drittel gegenüber Januar der Beginn des im Laufe des Jahres stärker abnehmenden Einflusses der EZB darstellen. Wir erwarten für 2018 ein Ausweiten der durchschnittlichen ASW-Spreads von Covered Bonds zwischen 10 und 15 Bp. Die Korrektur dürfte moderat ausfallen, solange die seit einiger Zeit vorherrschende Tendenz zur EU-Vergemeinschaftung nicht gefährdet wird, was unser Basisszenario darstellt. Einen weiteren Risikofaktor stellen politisch negative Entwicklungen, z.B. in Italien, dar, die die Zugehörigkeit zur EU in Frage stellen würden. Wir empfehlen eine moderat defensive Allokation: Wir meiden die EU-Peripherie und gewichten defensive Segmente (Deutschland, Skandinavien) neutral. Wir bevorzugen die fundamental gut abgesicherten, aber besser rentierenden Nicht-EWR-Segmente.

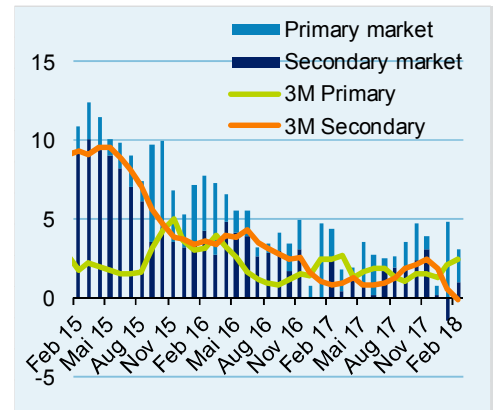
Sekundärmarkt: Spreads seit Monaten sehr stabil – wir erwarten steigende Aufschläge ASW in Bp



Quelle: Markit, BayernLB Research,

alfred.anner@bayernlb.de

QE-Reduzierung wird im Jahresverlauf 2018 auch auf Covered Bonds durchschlagen
 Monatliche Käufe der EZB im Rahmen von CBPP3 in Mrd. Euro (jeweils zum Monatsende)



Quelle: EZB, BayernLB Research

Unternehmensanleihen: Das Fahrwasser wird rauer

- ▶ Nervosität im Credit-Universum

Die durch den kurzfristigen massiven Anstieg der Aktienmarkt-Volatilität Anfang Februar ausgelöste Nervosität am Credit-Markt konnte sich bis zum aktuellen Rand nicht gänzlich verflüchtigen. Spread-Ausweitungen sind im Vergleich zum Vormonat über alle Segmente bzw. Rating-Kategorien zu beobachten. Während sich die synthetischen Indizes bereits seit geraumer Zeit von ihren Jahres-Tiefständen gelöst haben, konnten sich auch die Cash Bonds (iBoxx Non-Financials +6 Bp) der allgemeinen Verunsicherung nicht gänzlich entziehen. Insbesondere die Banken-Anleihen (FinSen +11 Bp, FinSub +14 Bp), die im Rahmen des EZB-Kaufprogrammes nicht erworben werden, wiesen überproportional starke Ausweitungen auf.

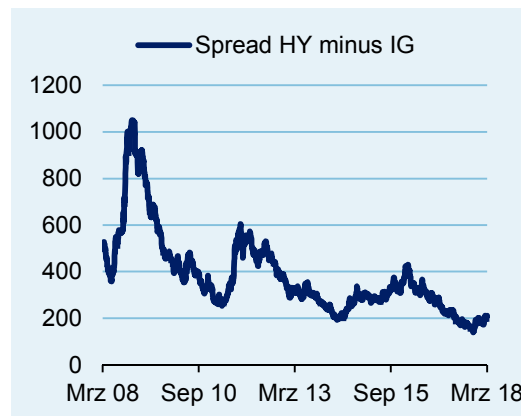
- ▶ Chance/Risiko-Profil ungünstig

Die Auffassung, wonach die risikofreundliche Stimmung zumindest noch in der ersten Jahreshälfte anhalten dürfte, wird bei den Investoren zunehmend angezweifelt. Auch wenn sich die Fundamentaldaten, gemessen an Ausfallraten und Rating-Entwicklung, weiterhin solide präsentieren, empfehlen wir vor dem Hintergrund der ambitionierten Bewertungen, dem wohl bereits gesehenen Höhepunkt bei den Frühindikatoren, dem sich abschwächenden technischen Bild sowie der mittelfristigen Ankündigung einer Anpassung der EZB-Käufe beta-sensitive Segmente/Titel zu reduzieren. Insbesondere bei den langfristigen Bewertungsmaßen wie dem Spread zwischen HY und IG-Anleihen, aber auch der sehr flachen Verlauf der Kreditkurven, signalisieren eine allmähliche Trendumkehr.

- ▶ Schwache Performance neuer Anleihen

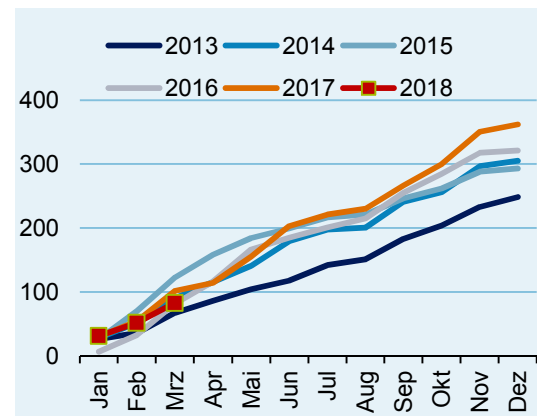
Ein nicht ganz unbeträchtlicher Teil der jüngsten Spread-Ausweitungen dürfte auf das Konto der Neuemissionsaktivität gehen. Sah es noch bis zur ersten März-Woche nach einer Fortsetzung der recht dürftigen Primärmarktaktivität aus, explodierte diese im März geradezu mit einem Volumen von bislang 23,6 Mrd. Euro. Auch wenn das Volumen damit seit Jahresanfang wieder in die Spur gefunden hat, deutet die schwache Performance der neuen Titel (ca. 70 % der neu emittierten Anleihen seit Anfang Februar handeln mit ausgeweiteten Spreads) trotz noch ordentlicher Orderbücher auf ein Überangebot am Corporate Bond-Markt hin. Das „Pricing Leverage“ scheint sich derzeit von den Emittenten mehr zu den Investoren zu verschieben. Wir empfehlen den Investoren, auch weiterhin selektiv vorzugehen und im Emissionsprozess verstärkt mit Limit-Orders zu arbeiten.

Bevorstehende Trendwende: Die Phase der Spread-Kompression ist abgeschlossen in Mrd. Euro, 2018 YTD



Quelle: Datastream, BayernLB Research

Die Emissionsaktivität 2018 bewegt sich inzwischen wieder auf dem Niveau der Vorjahre in Mrd. Euro, 2018 YTD



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

miraji.othman@bayernlb.de

Aktienmärkte: Perspektiven bleiben positiv

Die Jahresanfangseuphorie an den Aktienmärkten ist seit Februar durch steigende Renditen und Inflationserwartungen, die zunehmende Protektionismus-Gefahr, anhaltende politische Unsicherheiten und die Auflösung der von vielen Marktteilnehmern in den USA eingegangenen Wetten auf weiterhin niedrige Volatilität ernüchtert worden. Die Aussichten für eine anhaltende globale Konjunkturerholung bleiben jedoch gut. In Europa hat das wirtschaftliche Umfeld allerdings einen Gipfel erreicht.

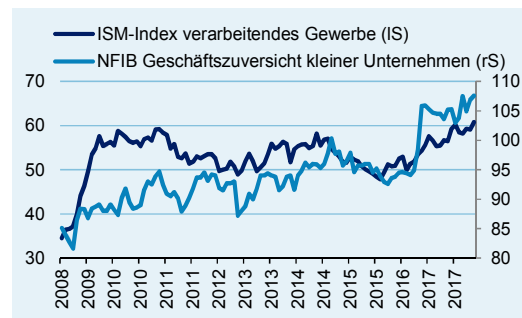
US-Konjunkturindikatoren liefern positive Signale

- ▶ US-Frühindikatoren überraschen positiv

Der wirtschaftliche Erholungstrend in den USA bleibt intakt. Manche Frühindikatoren für den Monat Februar konnten sich teilweise sogar auf hohem Niveau nochmals verbessern. So erreichte der viel beachtete ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe mit 60,8 Punkten ein 20-Jahreshoch. Die von der National Federation of Independent Business (NFIB) gemessene Geschäftszuversicht kleiner Unternehmen erreichte mit 107,6 ein 34-Jahreshoch und liegt nur knapp unter der Höchstmarke von 108 im Jahr 1983 (Datenerhebung seit 1975). Mit der US-Steuerreform deutet sich eine Verbesserung im Kapitalinvestitionszyklus an. Die Investitionen hinken anderen wichtigen Indikatoren (Häusermarkt, Arbeitsmarkt, Konsum) in ihrer Erholung seit der letzten Rezession am stärksten hinterher. Auch der bis Ende Februar erhobene „CEO Economic Outlook“ von Business Roundtable, einem Verband von CEOs führender US Unternehmen, für das erste Quartal 2018 signalisiert deutlich erhöhte Zuversicht für Umsatzwachstum, Kapitalinvestitionen und Einstellungen. Aktuell gehen wir nicht davon aus, dass der zunehmende Protektionismus der US-Politik Ausmaße annimmt, die einen nachhaltigen Schaden für die US-Wirtschaft zur Folge haben. Ein hoher Anteil der Mitglieder der republikanischen Partei hat sich offen gegen Protektionismus ausgesprochen. Einflussreiche Unternehmenslobbyisten haben den US-Präsidenten zudem eindringlich vor Importzöllen gewarnt.

US Konjunktur Frühindikatoren

ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und NFIB Geschäftszuversicht kleiner Unternehmen, Monatswerte



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Aktienmärkte

Indexierte Performance in Euro per 29.9.2017 auf Basis Tageswerte



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Positive Signale für den US-Aktienmarkt bauen sich aus

- ▶ US Aktien in stimmungsgetriebener Korrektur

Der US-Aktienmarkt durchläuft eine, gemessen am Anstieg seit der US-Wahl im November 2016, normale Korrekturphase. Jüngst verbesserten sich die Signale, dass diese Korrekturphase in den nächsten Monaten beendet werden könnte. Bereits im Februar verdeutlichte sich, dass die offiziellen Auslöser dieser Korrektur, Zins- und Inflationssängste, nur bedingt treibend waren. Die US-Renditen waren am kurzen Ende bereits seit September 2017 kontinuierlich gestiegen. Die 10-jährige Treasury-Rendite steigt seit dem Entscheid für die Steuerreform nachhaltiger und konsolidiert in etwa bei dem mit der Veröffentlichung

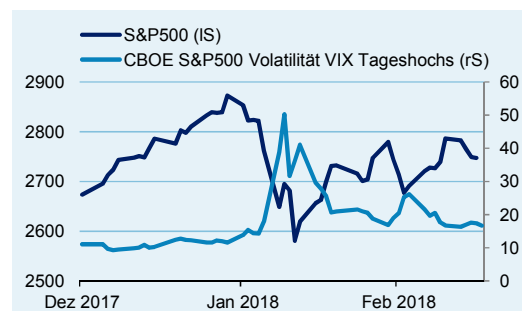
des US-Arbeitsmarktberichts für Januar erreichten Höchstwert von 2,88%. Dieser Arbeitsmarktbericht hatte eine verstärkte Lohninflation signalisiert. Die von der Fed beachtete Inflationserwartung ist zwar seither gestiegen. Die Inflation bewegt sich aber immer noch auf einem Pfad hin zu einem Zielniveau von 2%. In unserem „Aktienstrategie aktuell – Spezial“ mit dem Titel „Aktienmärkte: Zinsanstieg verkraftbar“ vom 7.3.2018 erläutern wir, dass ein Renditeanstieg von niedrigem Niveau in der Historie nicht schädlich für den Aktienmarkt war.

► Volatilität und Marktbreite setzen positive Divergenzen

Die Volatilität gemessen am VIX zeigte in der Bodenbildung des S&P500 eine positive Divergenz: die Spitze von über 40, die am 6.2. verbucht wurde, ist seit der zweiten Bodenberührung am 9.2., die sogar neue Intraday-Tiefs mit sich brachte, nicht mehr erreicht worden. Der darauffolgende Vola-Verfall war schnell und kontinuierlich. Seit Ende Februar forciert der US-Präsident die protektionistische Politik, die schon im Wahlkampf Teil seiner Agenda war. Jedoch fällt dabei auf, dass die Volatilität gemessen am VIX nur noch Spitzen von 26 erreicht hat und wie im Februar auch wieder schnell und kontinuierlich verfallen ist. Dabei halten viele Marktteilnehmer eine protektionistische US Politik für schädlicher für die US-Wirtschaft als eine Zins-/Inflationsnormalisierung von niedrigem Niveau aus.

US-Aktien und Volatilität

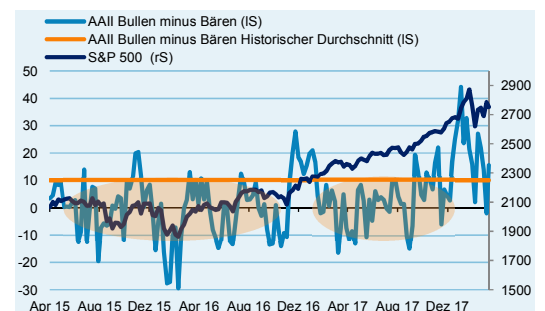
S&P500 Tagesendwerte und S&P500 Volatilität Tageshochs gemessen durch CBOE VIX Index



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

US-Aktien und Stimmungslage

S&P500 Tagesendwerte und American Association of Individual Investors (AAII) Bullen minus Bären Index Wochenwerte, dabei ausgedehnte Skepsisphasen herausgegrenzt



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Auch Marktbreite-Indikationen weisen mittlerweile positive Divergenzen aus. Am 12.3. schaffte die A/D-Linie des von Datastream ermittelten US-Gesamtmarktindex ein neues Allzeithoch, während der breite Markt noch in der Konsolidierung verharrte. Lediglich der Nasdaq Composite konnte bereits am 9.3. und 12.3. neue Allzeithochs markieren. Wir möchten betonen, dass Marktbreite-Indikationen vorlaufende Indikatoren sind, die wenig beachtet werden, aus unserer Sicht aber eine hohe Prognosegüte haben.

Die Mehrheit der Stimmungsindikatoren für den US-Markt hat sich bereits wieder in den neutralen Bereich abgekühlt. Zusätzlich zeigten die meisten Stimmungsindikatoren zwischen dem zweiten Quartal 2015 und dem vierten Quartal 2016 überdurchschnittlich lange Skepsis. Im Fall der American Association of Individual Investors und unseres „Bullen-minus-Bären-Index“ zeigt sich sogar, dass die Stimmungslage auch 2017 überwiegend unterdurchschnittlich war. Einer ausgedehnten Skepsis-Phase könnte daher eine ausgedehntere Phase des Optimismus folgen.

Konjunktur im Euro-Raum und Aktienmarkt stagniert

In Europa festigt sich das Bild, dass der Gipfel des wirtschaftlichen Wachstums ohne weitreichende strukturelle Reformen zunächst erreicht ist. Die von Markit berechneten Einkaufsmanagerindizes für den Euro-Raum weisen jüngst eine erste Abkühlung auf immer noch deutlich expansivem Niveau aus. Der Aktienmarkt wird durch Unsicherheiten belastet. Der Euro-Aufwertungsstrend gegenüber dem US-Dollar seit knapp einem Jahr bleibt

bisher intakt, obwohl es klar scheint, dass der Euro-Raum durch Handelsbeschränkungen des US-Präsidenten wirtschaftlich härter getroffen sein dürfte als die Vereinigten Staaten selbst. Die geschwächte Regierung in Deutschland, die schwierige politische Lage in Italien, die vermutlich weiterhin Strukturreformen verhindert, und das allmähliche Ende der ultra-lockeren EZB-Politik in einem Umfeld einer beginnenden globalen Zinsnormalisierung verdeutlichen internationalen Investoren erhöhte Risiken für Investitionen im Euro-Raum, insbesondere im Vergleich zu den USA.

Investoren denken im späten Zyklus zunehmend in die Zukunft

Nachdem die globale Konjunktur das beste Wachstum seit 2011 verzeichnet, in den USA eine umfassende Steuerreform mit deutlichen Steuersenkungen initiiert wurde, erste Handelsbeschränkungen durch die USA durchgesetzt wurden, die chinesische Führung das Kreditwachstum eindämmen will, die Inflation anzuziehen beginnt und die Zentralbanken die geldpolitischen Zügel anziehen, fragen sich viele Investoren, wie lange dieser neunjährige Bullenmarkt noch laufen kann. Die wieder aufgeflammete Volatilität seit Februar hat diese Sorgen deutlich zum Vorschein gebracht.

► Unsere Prognosen bleiben wenig verändert

Doch die bestehenden Risiken müssen sich nicht in absehbarer Zukunft realisieren. Konjunkturzyklen und Bullenmärkte sterben nicht am Alter, sondern in der Regel durch das Zusammenspiel unterschiedlicher Faktoren, wie z.B. fallenden Gewinnmargen, einem langsameren Produktivitätswachstum, einem scharfen Anstieg der Inflation oder der realen Zinssätze in merklich positives Terrain. Eine solche Konstellation ist aktuell nicht zu beobachten. Wir gehen davon aus, dass die laufende Korrektur den Aktienmarkt auf eine vom Optimismus bereinigte Basis stellt, die für dieses Jahr gute Renditechancen in Aussicht stellt. Unsere Prognosen haben wir wenig verändert, wobei wir die für die europäischen Aktienindizes gesenkt und die für den S&P500 auf Sicht von 12 Monaten leicht angehoben haben.

Prognose Aktienindizes
Monatsendstände

	Stand am	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 12 Monaten
	20.3.2018	Jun 18	Sep 18	Mrz 19
DAX	12.307	12.800	13.000	13.600
EURO STOXX 50	3.412	3.500	3.540	3.680
S&P 500	2.717	2.800	2.820	2.890
Nikkei 225	21.381	22.000	22.500	23.500

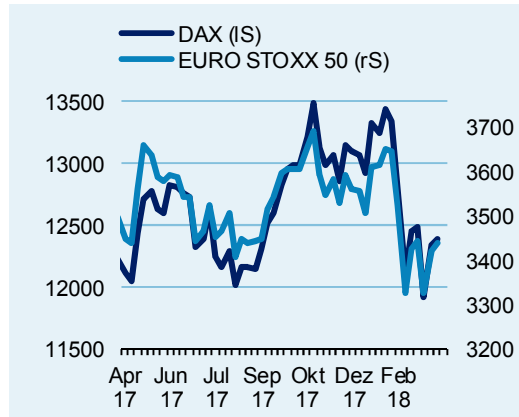
Quelle: BayernLB Research

dieter.muenchow@bayernlb.de

Aktienmärkte im Überblick

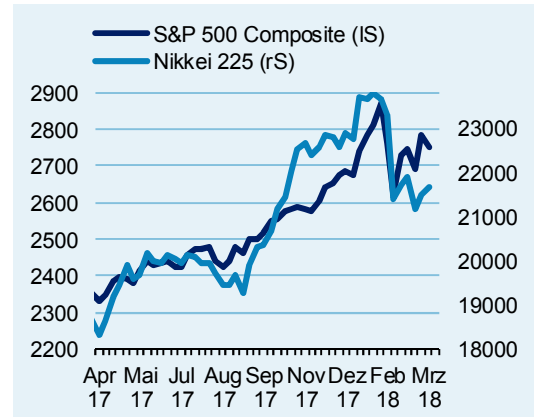
- Gesunde Korrektur bei US Aktien

DAX und EURO STOXX 50



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

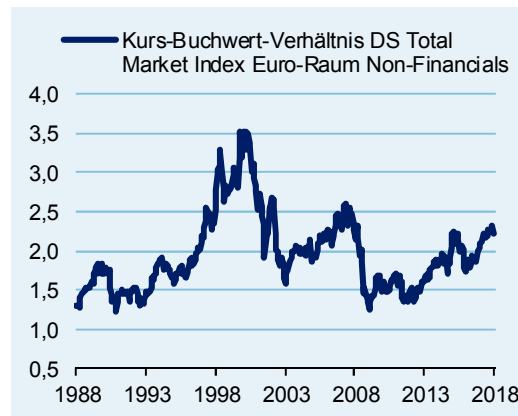
S&P 500 und Nikkei 225



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

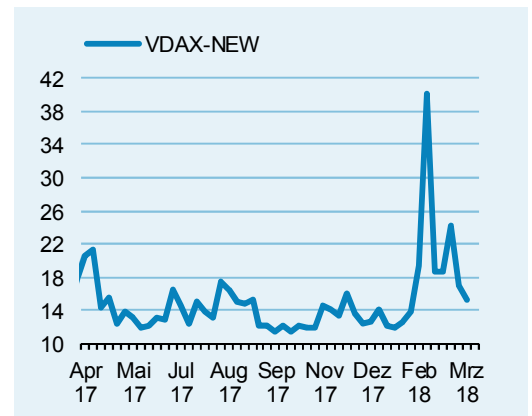
- Volatilität kühlt sich nach Exzess zügig ab

Bewertung Europäischer Aktienmarkt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

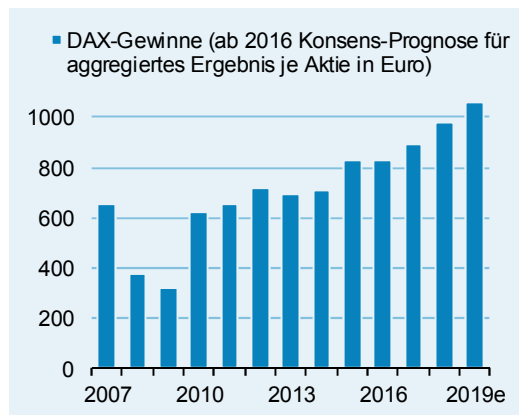
Implizite Volatilität DAX



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

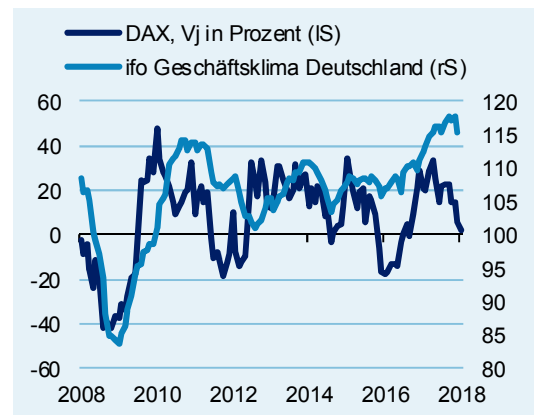
- Gewinnwachstum bleibt positiv

Unternehmensgewinne DAX



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Konjunktur- und Aktienmarkt Deutschland



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751
Sekretariat

Ingo Bothner, -21787
Medienfachwirt (IHK)

Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar, -27346
Euro-Raum, EZB, Deutschland

Manuel Andersch, -27448
Pfund/UK, Schweizer Franken/Schweiz

Christiane von Berg, -28745
USA/Fed, Japan/BoJ

Wolfgang Kiener, -27058
Dollar, Yen

Andreas Speer, -21305
Rohstoffe

Investment Research

Dr. Johannes Mayr -21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, -24877

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072
Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873
Versicherungen

Emanuel Teuber, -27070
Covered Bonds

Stefan Voß, -21808
Banken

Georg Meßner, CFA, -26396
Banken

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858
Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845
Asien, Nordamerika

Gebhard Stadler, -28891
Osteuropa/GUS, Mittelamerika

Verena Strobel, -21320
Nahe und Mittlerer Osten, Afrika

Credits

Pia Ahrens, -25727
Corporate Bonds & SSD

Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323
Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888
Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068
Corporate Bonds & SSD, Strategie

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321
Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,
Öl & Gas, Logistik

Thomas Peiß, -28487
Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,
Handel, Telekom, Medien

Aktienmarkt/Strategie/Privatkunden

Manfred Bucher, CFA, -21713

Christoph Gmeinwieser, CIIA, -27053

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780
Zinsen, Währungen, Aktien

Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow, -23384
Aktien & Strategie

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 21.03.2018. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Abkürzungsverzeichnis

Häufig verwendete Abkürzungen in Schaubildern und Tabellen:

ab:	arbeitstäglich bereinigt
BIP:	Bruttoinlandsprodukt
gg:	gegenüber
IS:	linke Skala
Md:	Monatsdurchschnitt
Me:	Monatsende
rS:	rechte Skala
sb:	saisonbereinigt
Vj:	Veränderung gegenüber Vorjahr
Vol:	Volumen
Vp:	Veränderung gegenüber Vorperiode

Redaktion:

Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München
www.bayernlb.de

