



## Keine einfachen Lösungen

|   |          |
|---|----------|
| <b>1 Die Woche im Überblick.....</b>              | <b>1</b> |
| 1.1 Chart der Woche .....                         | 1        |
| 1.2 Wochen-Quartals-Tangente .....                | 2        |
| 1.3 Finanzmarktkalender KW 13 mit Prognosen ..... | 3        |
| <b>2 Im Fokus.....</b>                            | <b>4</b> |
| 2.1 Renten: Begrenztes Kurspotenzial .....        | 4        |
| 2.2 USA: Währenddessen in Washington.....         | 5        |
| <b>3 Charttechnik .....</b>                       | <b>6</b> |
| <b>4 Prognosetabelle .....</b>                    | <b>7</b> |

REDAKTION  
 Dr. Stefan Mitropoulos  
 Tel.: 0 69/91 32-46 19  
 research@helaba.de

HERAUSGEBER  
 Dr. Gertrud R. Traud  
 Chefvolkswirt/  
 Leitung Research

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

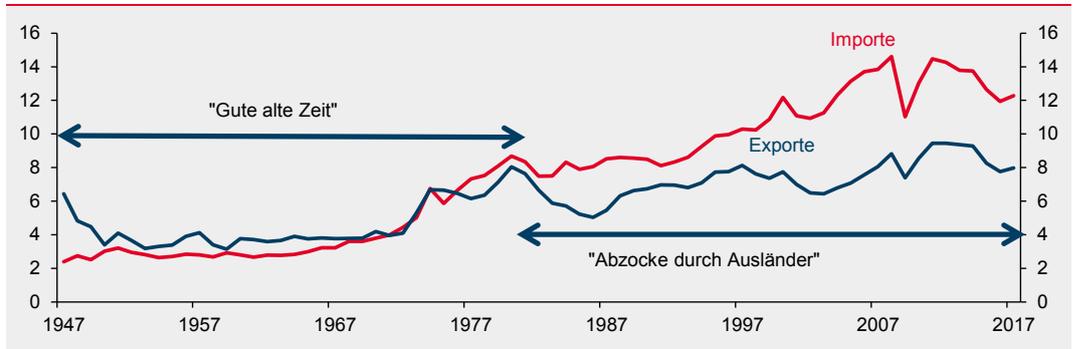
Patrick Franke  
 Tel.: 0 69/91 32-47 38

## 1 Die Woche im Überblick

### 1.1 Chart der Woche

#### Außenhandel: Die Welt aus trumpscher Sicht

Internationaler Warenhandel der USA, Anteil am Bruttoinlandsprodukt, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

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

In der Handelspolitik geht es richtig zur Sache. Vertreter der EU haben wohl erreicht, dass ihre Stahl- und Aluminiumexporte von den geplanten US-Zöllen zumindest vorübergehend ausgenommen werden. Dabei könnte sich der zeitgleiche Vorstoß der EU-Kommission, eine substantielle Sondersteuer auf die (fast ausschließlich amerikanischen) Internetriesen einzuführen, letztlich aber als hinderlich erweisen. Washington feuert inzwischen schon die nächste Breitseite im Handelskrieg ab. Nach den Stahl- und Aluminiumzöllen geht es nun um Verletzungen von Copyrights und den Diebstahl von geistigem Eigentum, vor allem durch China. Das von den angekündigten Strafmaßnahmen betroffene Handelsvolumen (60 Mrd. US-Dollar pro Jahr) ist dabei ein Vielfaches der Stahl- und Aluminiumimporte. Wenn Xi Jinping, der starke Mann in Peking, sein Gesicht wahren will, kann er einen solchen Schritt der US-Regierung nicht einfach hinnehmen. Der Druck zu einer demonstrativen Reaktion ist extrem hoch. Ein Konflikt mit dem dünnhäutigen US-Präsidenten könnte schnell eskalieren.

## 1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Die Marke von 12.000 Punkten konnte der deutsche Leitindex DAX nicht verteidigen, das Wochenminus beläuft sich auf über 2 %. Die Aussicht, dass der schwelende Handelskonflikt zwischen den USA (S. 1) sowie Europa und China eskaliert, hat zu einem spürbaren Anstieg der Risikoaversion unter den Anlegern geführt. Und nicht nur die zeigen sich verunsichert. So gaben wichtige deutsche Frühindikatoren – das ifo-Geschäftsklima sowie der deutsche Einkaufsmanagerindex – erneut nach und signalisieren, dass die deutsche Konjunktur ihren Wachstumszenit überschritten hat. Gleiches gilt für die Eurozone. Nur mit Blick auf die EU scheint sich der Handelskonflikt zuletzt etwas zu entspannen, da Präsident Trump (vorläufig bis zum 1. Mai) Ausnahmen von den Strafzöllen auf Stahl und Aluminium gebilligt hat. Dagegen nimmt die Auseinandersetzung mit China erst richtig an Fahrt auf: Der US-Präsident will Strafzölle auf eine Reihe von chinesischen Produkten verhängen, China droht mit Gegenmaßnahmen. Das Thema Handelskrieg wird virulent bleiben. Es besteht darüber hinaus das Risiko, dass die beiden Großmächte USA und China nun die Muskeln spielen lassen, nicht nur um die wirtschaftliche, sondern auch um die politische Vormachtstellung. Das krisengeschüttelte Europa könnte dabei zwischen beiden Großmächten zerrieben werden.

Insofern ist es nicht verwunderlich, dass Anleger den sicheren Hafen der Rentenmärkte ansteuern. 10-jährige Bundesanleihen verzeichneten leichte Kursgewinne, die Zinsen gaben nach. Demgegenüber blieb die Verzinsung 10-jähriger US-Treasuries im Wochenvergleich weitgehend stabil. Manche Marktteilnehmer sorgen sich allerdings über die Verflachung der US-Zinsstrukturkurve. So gilt eine inverse Zinskurve als zuverlässiger Rezessionsindikator. Derzeit gehen die Meinungen noch auseinander, ob die US-Notenbank nach ihrer jüngsten Sitzung einen aggressiveren Zinserhöhungskurs einschlägt oder nicht (S. 5). Diffus bleibt das Bild ebenso für Rohstoffe und beim US-Dollar. Zwar spricht die Dollarschwäche eher für steigende Rohölpreise. Doch sollten Wachstumsängste eigentlich zur Preisentspannung beitragen. Zugleich müsste der US-Dollar in unsicheren Zeiten aufwerten, was durch die transatlantische Zinsdifferenz sogar gestützt würde. Eine Richtungsentscheidung steht noch aus. In der Berichtswoche sollten Inflationszahlen aus Deutschland und den USA im Fokus stehen. Da sich die deutsche Inflationsrate im März der 2 %-Marke annähert, könnte die Sicherheit der Rentenmärkte zur Disposition stehen (S. 4). Bei Aktien gilt im Übrigen weiterhin die Devise: in Deckung bleiben.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

|                         | Veränderung seit... |            | aktueller Stand* | Q2/2018     | Q3/2018     | Q4/2018 |
|-------------------------|---------------------|------------|------------------|-------------|-------------|---------|
|                         | 31.12.2017          | 15.03.2018 |                  |             |             |         |
|                         | jeweils gg. Euro, % |            | jeweils gg. Euro |             |             |         |
| US-Dollar               | -2,4                | 0,0        | 1,23             | 1,15        | 1,15        | 1,20    |
| Japanischer Yen         | 4,4                 | 1,0        | 130              | 125         | 125         | 128     |
| Britisches Pfund        | 1,8                 | 1,2        | 0,87             | 0,90        | 0,90        | 0,85    |
| Schweizer Franken       | 0,2                 | 0,3        | 1,17             | 1,15        | 1,17        | 1,15    |
|                         | in Bp               |            | %                |             |             |         |
| 3M Euribor              | 0                   | 0          | -0,33            | -0,30       | -0,30       | -0,25   |
| 3M USD Libor            | 58                  | 9          | 2,27             | 2,40 (2,15) | 2,40 (2,15) | 2,40    |
| 10 jähr. Bundesanleihen | 10                  | -5         | 0,53             | 0,80        | 0,80        | 1,00    |
| 10 jähr. Swapsatz       | 11                  | -1         | 1,00             | 1,15        | 1,15        | 1,30    |
| 10 jähr. US-Treasuries  | 42                  | 0          | 2,82             | 2,80        | 2,80        | 3,00    |
|                         | %                   |            | Index            |             |             |         |
| DAX                     | -6,3                | -2,0       | 12.100           | 12.000      | 11.500      | 12.300  |
|                         | %                   |            |                  |             |             |         |
| Brentöl \$/B            | 3,1                 | 5,8        | 69               | 67          | 65          | 66      |
| Gold \$/U               | 2,0                 | 1,0        | 1.329            | 1.370       | 1.400       | 1.420   |

\*Schlusskurse vom 22.03.2018

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 1.3 Finanzmarktkalender KW 13 mit Prognosen

| Zeit                          | Land | Periode | Indikator   | Helaba-Prognose | Bloomberg Consensus | Vorperiode |
|-------------------------------|------|---------|---|-----------------|---------------------|------------|
| <b>Montag, 26.03.2018</b>     |      |         |   |                 |                     |            |
| <b>Dienstag, 27.03.2018</b>   |      |         |   |                 |                     |            |
| 10:00                         | EZ   | Feb     | Geldmenge M3<br>% 3 mma<br>% y/y                                    | 4,6<br>4,6      | k.A.<br>4,6         | 4,7<br>4,6 |
| 11:00                         | EZ   | Mrz     | EU-Kommission; Saldo:<br>Industrievertrauen<br>Konsumentenvertrauen | 7,0<br>0,1      | 7,1<br>0,1          | 8,0<br>0,1 |
| 16:00                         | US   | Mrz     | Verbrauchervertrauen (CB); Index                                    | 130,0           | 131,0               | 130,8      |
| 17:00                         | US   |         | Atlanta-Fed-Präsident Bostic  |                 |                     |            |
| <b>Mittwoch, 28.03.2018</b>   |      |         |   |                 |                     |            |
| 08:00                         | DE   | Apr     | GfK-Konsumklima, Index  | 10,6            | 10,8                | 10,8       |
| 14:30                         | US   | Q4      | BIP (2. Revision), % q/q (JR)                                       | 2,5             | 2,7                 | 2,5        |
| 18:00                         | US   |         | Atlanta-Fed-Präsident Bostic  |                 |                     |            |
| <b>Donnerstag, 29.03.2018</b> |      |         |   |                 |                     |            |
| 09:55                         | DE   | Mrz     | Arbeitslose s.b.; gg. Vm. in Tsd.                                   | -20,0           | -15                 | -22        |
| 09:55                         | DE   | Mrz     | Arbeitslosenquote; s.a., %  | 5,3             | 5,3                 | 5,4        |
| 14:00                         | DE   | Mrz     | Verbraucherpreise<br>% m/m<br>% y/y                                 | 0,5<br>1,7      | 0,6<br>1,7          | 0,5<br>1,4 |
| 14:30                         | US   | Feb     | Persönliche Einkommen, % m/m  | 0,7             | 0,4                 | 0,4        |
| 14:30                         | US   | Feb     | Persönliche Ausgaben, % m/m   | 0,3             | 0,1                 | -0,1       |
| 14:30                         | US   | Feb     | Deflator privater Konsum<br>% m/m<br>% y/y                          | 0,2<br>1,7      | 0,2<br>1,7          | 0,4<br>1,7 |
| 14:30                         | US   | Feb     | Kerndeflator privater Konsum<br>% m/m<br>% y/y                      | 0,2<br>1,6      | 0,2<br>1,6          | 0,3<br>1,5 |
| 14:30                         | US   | 24. Mrz | Erstanträge auf<br>Arbeitslosenunterstützung, Tsd                   | 225             | k.A.                | 229        |
| 15:45                         | US   | Mrz     | Einkaufsmanagerindex Chicago  | 62,0            | 61,5                | 61,9       |
| <b>Freitag, 30.03.2018</b>    |      |         |   |                 |                     |            |
| <b>im Laufe der Woche</b>     |      |         |   |                 |                     |            |
|                               | DE   | Feb     | Importpreise<br>% m/m<br>% y/y                                      | -0,5<br>-0,5    | -0,3<br>-0,3        | 0,5<br>0,7 |

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

### 2.1 Renten: Begrenztes Kurspotenzial

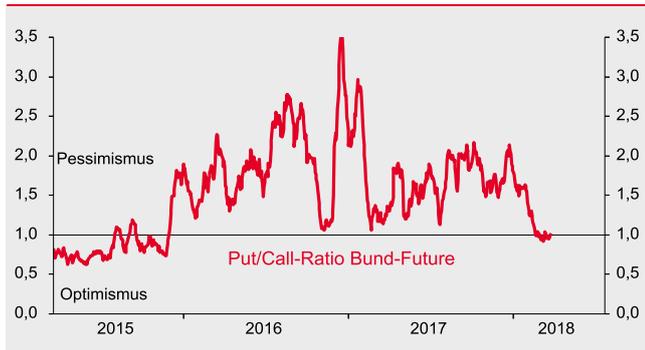
Zumindest die Besitzer von Rentenpapieren konnten bei den jüngsten Turbulenzen im Zusammenhang mit einem drohenden Handelskrieg ruhig schlafen. Die Rendite 10-jähriger Bunds befindet sich seit Mitte Februar sogar in einem Abwärtstrend. Gleichwohl bleibt das Umfeld für Renten in diesem Jahr auch angesichts steigender Teuerungsraten schwierig. Dem Renditeabwärtstrend wird vermutlich kein langes Leben beschert sein.

Rückenwind

Die Stimmung am Rentenmarkt hat sich spürbar verändert. Der Bund-Future verzeichnete zuletzt erhebliche Kursgewinne. Das Put-Call-Verhältnis auf Basis von Dreiwochendurchschnitten hat erstmals seit Ende 2015 wieder den optimistischen Bereich erreicht. Die EZB bewegt sich zwar in Trippelschritten in Richtung einer weniger expansiven Geldpolitik. Jüngste Aussagen von EZB-Mitgliedern sprechen dafür, dass das Kaufprogramm in diesem Jahr beendet wird. Die zwischenzeitlich gestiegenen Zinserhöhungserwartungen haben sich zuletzt jedoch spürbar abgeschwächt. An den Terminmärkten sind die Sätze wieder auf das Niveau des Jahresbeginns gefallen und haben die Rendite 10-jähriger Bunds in die Nähe der 0,5 %-Marke gedrückt, nachdem zeitweilig bereits Renditen um 0,75 % erreicht wurden. Unterstützend wirkt, dass die Renditen 10-jähriger US-Treasuries unter der psychologisch wichtigen 3 %-Marke verharren, trotz absehbar voranschreitendem Zinserhöhungskurs der US-Notenbank. Zuletzt halfen aber auch die Turbulenzen an den Aktienmärkten den Renten.

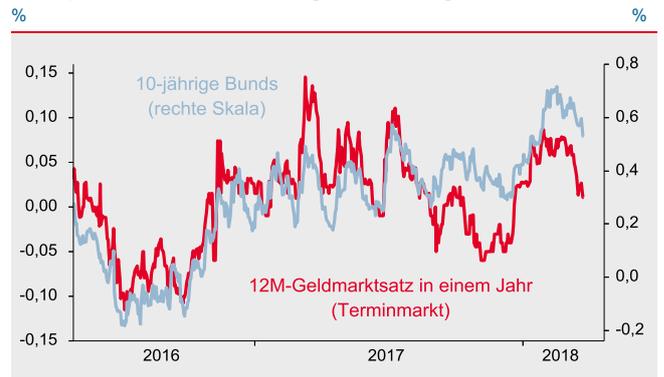
#### Bund-Future: Stimmungsverbesserung

Quotient, gleitender Dreiwochendurchschnitt



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Dämpfer für Zinserhöhungserwartungen



Quelle: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ein Grund für die veränderten Zinserwartungen im Euroraum waren jüngste Konjunkturdaten, die unter den Konsensschätzungen lagen. Die Erwartungskomponente des ifo-Geschäftsklimaindex ist bereits zum vierten Mal in Folge gefallen. Die Differenz aus Lage- und Erwartungsindex ist zuletzt auf einen neuen Tiefstand gefallen, was in der Vergangenheit oft ein Indikator für eine konjunkturelle Gipfelbildung war. Auch wenn noch offen ist, ob es letztlich zu einem Handelskrieg kommt, die Fallhöhe ist mittlerweile beträchtlich. Schocks wie der Brexit wurden bislang vergleichsweise gut verkraftet, auch weil der Aufschwung eine enorme Kraft hatte.

Kursspielraum begrenzt

Vermutlich hat es die EZB angesichts der neuen Risiken nicht eilig, sich bezüglich ihres konkreten Vorgehens beim Kaufprogramm zu offenbaren. Gleichwohl dürfte das Thema Zinswende 2019 bei den Anlegern verankert bleiben. Die Wirtschaft wird wohl, gestützt von einer guten Binnenkonjunktur, weiter über Potenzial wachsen und die Inflationsraten im Euroraum dürften schon bald wieder nach oben drehen. In Deutschland ist nach drei Rückgängen in Folge für März mit einem Sprung der Teuerung zu rechnen. Auf dem aktuellen Renditeniveau sind deutsche Anleihen daher wenig attraktiv. Hinzu kommen mögliche Belastungen aus der Diskussion um die EU-Reformen. Dieses Thema wird derzeit auf politischer Seite noch durch aktuelle Probleme wie Handelsstreit und zunehmende Spannungen im Verhältnis zu Russland überlagert.

Patrick Franke  
Tel.: 069/91 32-47 38

## 2.2 USA: Währenddessen in Washington...

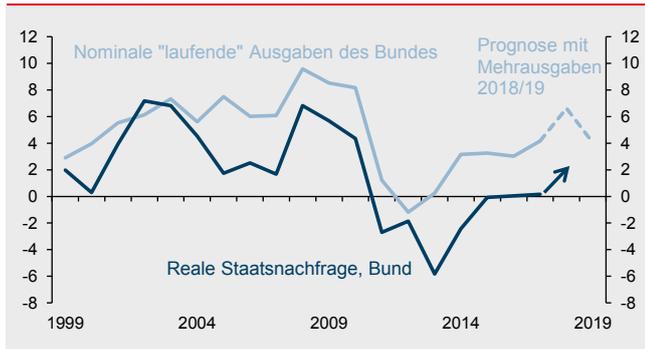
In der US-Hauptstadt sind derzeit nicht nur die Handelskrieger am Werk, auch in der Geld- und Fiskalpolitik tut sich einiges. In der Nacht vom 22. zum 23. März hat der Kongress einen Haushalt für den Rest des Fiskaljahres 2018 verabschiedet, was einen erneuten „government shutdown“ verhindert. Zwar gab es schon vor einigen Wochen eine grundsätzliche parteienübergreifende Einigung über das Haushaltsvolumen in den Fiskaljahren 2018 und 2019. Die Tendenz, sachfremde Beschlüsse (z.B. zum Thema Einwanderung oder Waffenrecht) in das Haushaltsgesetz zu packen, hatte aber eine Mehrheit im Kongress bis zuletzt in Frage gestellt. Zudem tagte das FOMC erstmals unter neuer Leitung – setzt Jerome Powell neue Akzente?

Nach der Steuersenkung  
jetzt noch Mehrausgaben

Das verabschiedete Paket sieht für den Rest des laufenden Fiskaljahres Mehrausgaben im Umfang von rund 150 Mrd. Dollar vor. Grob die Hälfte dieser Anpassung betrifft den Verteidigungshaushalt. Die steigenden Ausgaben werden zu einem (noch) höheren Haushaltsdefizit und stärker wachsenden Schulden führen, aber gleichzeitig die Konjunktur stimulieren. Wir bleiben zunächst bei unserer aktuellen Wachstumsprognose von 2,8 % für 2018 und 2,2 % für 2019. Ein relativ verhalten ausfallendes erstes Quartal dürfte die positiven Wirkungen des Ausgabenpakets auf das Jahreswachstum dämpfen. Für unsere Konjunkturprognose bis Ende 2019 dominieren insgesamt weiterhin die Aufwärtsrisiken.

### Konjunkturelle Impulse über höhere Ausgaben

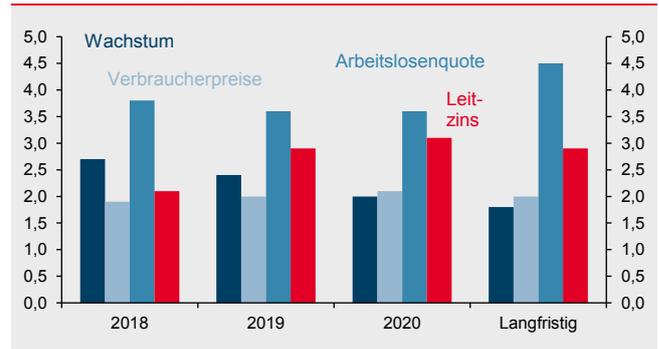
Veränderung gegenüber Vorjahr in % (Jahreswerte)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Fed: Die Phillips-Kurve ist mausetot!

Median der FOMC-Projektionen vom 21. März 2018, %\*



\* Für Q4 des jeweiligen Jahres

Quellen: FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Fed hat am 21. März wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte angehoben. Jerome Powell hat sich in seiner ersten Pressekonferenz vor allem als Meister der Technik erwiesen, den Fragen der Journalisten auszuweichen – oder sie einfach zu ignorieren. Zu vielen spannenden Themen – wie geht die Fed mit dem Risiko „Handelskrieg“ um? Welche Auswirkungen hat die expansivere Fiskalpolitik auf die Notenbankprognosen? – hat er sich komplett bedeckt gehalten. Am Ausblick hat sich insgesamt nichts dramatisch geändert. Allerdings akzentuieren die neuen Projektionen der Sitzungsteilnehmer im Durchschnitt ein bestimmtes Problem noch stärker als dies vorher schon der Fall war. Angesichts der wechselnden Zusammensetzung des Gremiums – u.a. war Janet Yellen diesmal nicht mehr dabei – ist unklar, in welchem Umfang dies eine geänderte Einschätzung der Teilnehmer reflektiert. Eindeutig zum Ausdruck kommt aber die Mehrheitsmeinung, dass die Phillips-Kurve, also der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und der Lohn- und Preissteigerung, zumindest klinisch tot ist. Der Medianwert der Projektionen sieht auf absehbare Zeit überdurchschnittliches Wachstum und eine Arbeitslosenquote (3,6 %) spürbar unterhalb der Vollbeschäftigungsrate (die dem „langfristigen“ Wert von 4,5 % entspricht). Dies soll aber ohne jede Wirkung auf die Inflation bleiben, die bei rund 2 % verharrt. Angesichts dieser gewagten These ist eine andere Implikation schon fast nebensächlich: Ein Leitzins, der selbst Ende 2020 nur rund einen halben Prozentpunkt über seinem „neutralen Niveau“ (Langfristwert von 2,9 %) liegt, soll ausreichen, um die US-Wirtschaft aus einer solchen Überauslastung wieder sanft auf ihren Potenzialpfad zu bringen. Das gab es noch nie!



## 4 Prognosetabelle

|                  | Bruttoinlandsprodukt             |      |       |       | Verbraucherpreise          |      |       |       |
|------------------|----------------------------------|------|-------|-------|----------------------------|------|-------|-------|
|                  | reale Veränderung gg. Vorjahr, % |      |       |       | Veränderung gg. Vorjahr, % |      |       |       |
|                  | 2016                             | 2017 | 2018p | 2019p | 2016                       | 2017 | 2018p | 2019p |
| Euroland         | 1,8                              | 2,5  | 2,0   | 1,7   | 0,2                        | 1,5  | 1,6   | 1,7   |
| Deutschland      | 1,9                              | 2,5  | 2,0   | 1,7   | 0,5                        | 1,8  | 1,8   | 2,0   |
| Frankreich       | 1,1                              | 2,0  | 1,8   | 1,6   | 0,3                        | 1,2  | 1,4   | 1,6   |
| Italien          | 1,1                              | 1,5  | 1,5   | 1,3   | -0,1                       | 1,3  | 1,3   | 1,4   |
| Spanien          | 3,3                              | 3,1  | 2,8   | 2,2   | -0,3                       | 2,0  | 1,6   | 1,7   |
| Niederlande      | 2,1                              | 3,2  | 2,7   | 2,3   | 0,1                        | 1,3  | 1,7   | 2,5   |
| Österreich       | 1,5                              | 2,9  | 2,8   | 2,2   | 0,9                        | 2,1  | 2,2   | 2,1   |
| Griechenland     | -0,2                             | 1,2  | 2,0   | 2,0   | 0,0                        | 1,2  | 1,0   | 1,5   |
| Portugal         | 1,5                              | 2,7  | 2,0   | 1,8   | 0,6                        | 1,5  | 1,4   | 1,5   |
| Irland           | 5,1                              | 7,8  | 4,0   | 3,0   | -0,2                       | 0,3  | 1,0   | 1,5   |
| Großbritannien   | 1,9                              | 1,7  | 1,0   | 1,4   | 0,6                        | 2,7  | 2,5   | 2,0   |
| Schweiz          | 1,4                              | 1,1  | 2,0   | 1,8   | -0,4                       | 0,5  | 0,7   | 1,2   |
| Schweden         | 3,2                              | 2,4  | 2,5   | 2,4   | 1,0                        | 1,8  | 1,9   | 1,8   |
| Norwegen         | 1,1                              | 1,9  | 2,2   | 2,0   | 3,6                        | 1,9  | 2,2   | 2,0   |
| Polen            | 2,9                              | 4,6  | 3,8   | 3,3   | -0,6                       | 2,0  | 2,5   | 2,3   |
| Ungarn           | 2,2                              | 4,0  | 3,5   | 2,8   | 0,4                        | 2,3  | 3,0   | 2,7   |
| Tschechien       | 2,6                              | 4,5  | 3,2   | 2,8   | 0,7                        | 2,5  | 2,5   | 2,2   |
| Russland         | -0,2                             | 1,5  | 1,8   | 1,7   | 7,0                        | 3,8  | 4,0   | 4,7   |
| USA              | 1,5                              | 2,3  | 2,8   | 2,2   | 1,3                        | 2,1  | 2,7   | 2,5   |
| Japan            | 0,9                              | 1,7  | 1,2   | 1,0   | -0,1                       | 0,5  | 1,4   | 1,0   |
| Asien ohne Japan | 5,4                              | 5,3  | 5,0   | 5,2   | 2,7                        | 2,4  | 2,9   | 3,0   |
| China            | 6,7                              | 6,9  | 6,5   | 6,3   | 2,1                        | 1,6  | 2,1   | 2,2   |
| Indien           | 7,1                              | 6,7  | 7,2   | 7,5   | 4,9                        | 3,8  | 4,7   | 4,8   |
| Lateinamerika    | -0,7                             | 1,2  | 2,0   | 2,2   | 20,0                       | 20,5 | 21,0  | 17,0  |
| Brasilien        | -3,5                             | 1,0  | 2,0   | 2,3   | 8,7                        | 3,4  | 3,6   | 4,2   |
| Welt             | 2,9                              | 3,5  | 3,4   | 3,4   | 3,7                        | 4,0  | 4,5   | 4,0   |

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research ■