



# VERTRAU(D)LICH

16. Juni 2015

## Zwischenbilanz: Konjunktur & Kapitalmarkt 2015

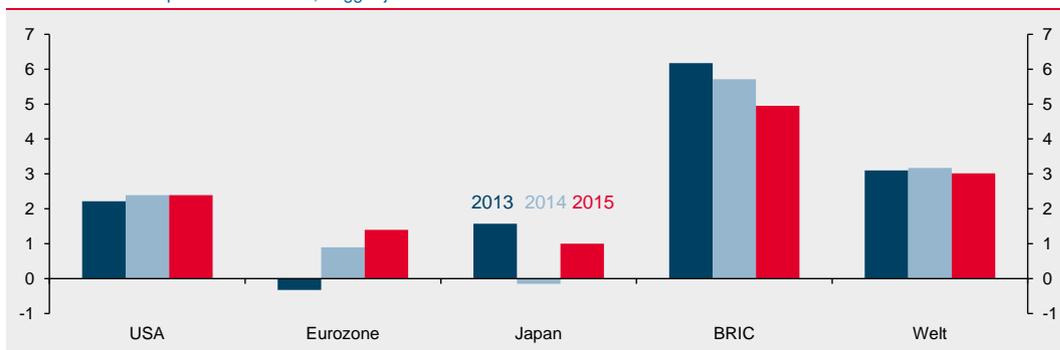
Ein halbes Jahr nach der Veröffentlichung unseres Kapitalmarktausblicks 2015 ist es Zeit für eine Zwischenbilanz und Überprüfung unseres Szenarios. Was ist konjunkturell und mit Blick auf die Kapitalmärkte bis Ende des Jahres zu erwarten?

Der Jahr 2015 brachte einige Überraschungen. Zwar wurden unsere Einschätzungen zur konjunkturellen Entwicklung in Deutschland, in der Eurozone und – trotz des schlechten ersten Quartals – zur US-Wirtschaft bestätigt. Angesichts des kräftigen Ölpreisverfalls sind aber die Inflationsdaten in den ersten Monaten des Jahres stärker gefallen als von uns erwartet. Obwohl der Tiefpunkt bei den Verbraucherpreisen inzwischen durchschritten ist, mussten wir unsere Prognosen für die jahresdurchschnittliche Preissteigerung anpassen. Die EZB hat zwar wie von uns prognostiziert ihr Anleiheankaufprogramm gestartet, das Ausmaß und damit die Wirkungen haben jedoch vorübergehend unsere Erwartungen stark übertroffen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen hatte zwischenzeitlich fast die Nulllinie tangiert, ist dann aber in den letzten Wochen schlagartig wieder in das in unserem Jahresausblick skizzierte Band zurückgekehrt. Auch der Aktienmarkt zeigt nach einem vor allem durch die EZB beförderten starken Jahresbeginn nun doch die von uns ange-mahnte Schwäche – wenn auch auf höherem Niveau.

Gestützt wird die **globale Konjunktur** derzeit primär von den Industrieländern, auch wenn die USA entgegen den Erwartungen nach aktueller Datenlage 2015 keine Beschleunigung ausweisen dürften. Die großen Schwellenländer haben noch deutlicher enttäuscht: Statt einem im Schnitt leicht höheren Zuwachs wird der Anstieg des BIP 2015 dort wohl erneut niedriger ausfallen als der schon relativ schwache Wert vom Vorjahr. In China dürfte die Wachstumsrate im laufenden Jahr unter die 7 %-Marke sinken, mit Russland und Brasilien befinden sich zwei der großen Emerging Markets sogar in der Rezession. Damit nimmt die Dynamik der Weltwirtschaft in diesem Jahr weder nennenswert ab noch zu. Wir rechnen aktuell für 2015 mit einem globalen Wirtschaftswachstum von etwa 3 %.

### Global keine Wachstumsbeschleunigung

Reales Bruttoinlandsprodukt 2013-2015, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das erwartete Anziehen der **US-Konjunktur** wurde – wie schon 2014 – zum Jahresbeginn durch Sondereffekte wie eine besonders kalte Witterung und Streik ausgebremst. Trotz dieser neuerlichen Delle im Winter hat sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter zügig verbessert. Im zweiten Halbjahr sollte der Anstieg des BIP wieder merklich über dem Trend von rund 2 % liegen. Im Jahres-schnitt wird das Wachstum mit 2,4 % dem Vorjahreswert entsprechen.

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

**REDAKTION**  
 Dr. Stefan Mitropoulos

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

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.

## USA – Eurozone: Die Schere hat sich geschlossen

Einkaufsmanagerindizes (Verarbeitendes Gewerbe), Diffusionsindex\*



\* China, Eurozone: Markit, USA: ISM-Index  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Verbraucherpreise steigen wieder

Harmonisierte Verbraucherpreisindizes, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ausgeglichenes  
Wachstum in der  
Eurozone

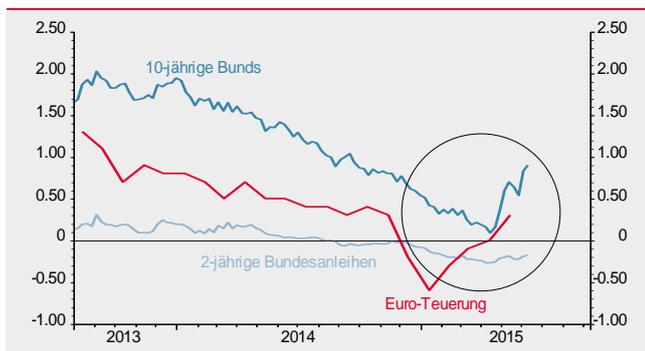
Im **Euroraum** ist die konjunkturelle Wende geschafft. Der Aufschwung ist jetzt regional breiter aufgestellt, da mittlerweile fast alle Länder wieder wachsen. Unter den Flächenländern ist Spanien 2015 mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von schätzungsweise 2,5 % der Spitzenreiter. Deutschland dürfte kalenderbereinigt ein Plus von 1,6 % erreichen. In Frankreich und Italien ist der Aufschwung ebenfalls in Gang gekommen. Doch dürfte die Dynamik hier mit 1 % bzw. 0,6 % nur verhalten ausfallen. Spanien hat seine Wettbewerbsfähigkeit deutlich verbessert, in Frankreich und Italien wurden erste Reformvorhaben umgesetzt. Alle Länder profitieren vom stark gesunkenen Ölpreis, der vor allem der Kaufkraft der Konsumenten zugutekommt. Zunehmend positiv wirkt sich die Schwäche des Euro auf den Außenhandel aus. Die Bremswirkung der Fiskalpolitik, die 2011 bis 2013 noch ausgeprägt war, ist mittlerweile unbedeutend. Insgesamt sollte die gesamtwirtschaftliche Leistung der Eurozone 2015 um 1,4 % expandieren. Die Arbeitslosigkeit im Währungsverbund sinkt bereits seit Ende 2013, allerdings ist die Quote mit gut 11 % immer noch hoch.

Inflation zieht langsam  
wieder an

Die Deflationsbefürchtungen, die noch im letzten Jahr von einigen Marktteilnehmern geäußert wurden, stellen sich nun als unbegründet heraus. Angesichts der Trendwende beim Ölpreis haben die **Inflationsraten** bereits wieder leicht zugelegt. Die gute Konjunktur und ein positiver Basiseffekt ab Herbst werden einen weiteren Preisauftrieb zur Folge haben. Gegen Ende des Jahres dürften Raten von über 1 % in der Eurozone erreicht werden. Die deutsche Teuerung liegt nur unwesentlich über diesen Werten. Im Gegensatz zur Eurozone wird der Verbraucherpreisanstieg in den USA bis Jahresende die 2 %-Marke überschreiten.

## Renten: Fundamentaldaten übernehmen Führung

%



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Euro erholt sich

USD



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die **Geldpolitik** der wichtigsten Notenbanken bleibt extrem locker. Die Fed nähert sich mit Trippelschritten der Zinswende. Eigentlich hatten wir mit der ersten Zinserhöhung bereits im März gerechnet. Die temporäre Delle in den Wachstumszahlen und der überraschend deutliche Rückgang des Ölpreises haben uns aber einen Strich durch die Rechnung gemacht. Der starke Arbeitsmarkt und das sich eintrübende Preisklima deuten auf eine Zinswende noch im Sommer hin. Zum Jah-

resende wird der US-Leitzins wohl wieder bei rund 1 % liegen. Damit wäre die US-Geldpolitik allerdings noch immer sehr expansiv.

10-jährige Bunds zu Jahresende bei 1,25 %

Der jüngste Renditeanstieg und die Kommentare von EZB-Chef Mario Draghi vermittelten zuletzt den Eindruck, dass die EZB den Daumen vom langen Ende der Zinsstrukturkurve genommen hat. Die Fundamentaldaten, die schon länger in eine positive Richtung weisen, können jetzt mehr Wirkung entfalten. Eine steigende Teuerung und günstige Konjunkturdaten werden den **Rentenmarkt** im zweiten Halbjahr belasten. Hinzu kommt die anstehende Zinswende der Fed. Deren Signalwirkung sollte besser nicht unterschätzt werden, zumal das EZB-Anleihekaufprogramm seinen Nimbus weitgehend eingebüßt hat. Die Gravitationswerte unserer Renditeprognose für 10-jährige Staatsanleihen in der zweiten Jahreshälfte sehen wir in Deutschland bei 1,25 % und in den USA bei 3,0 %.

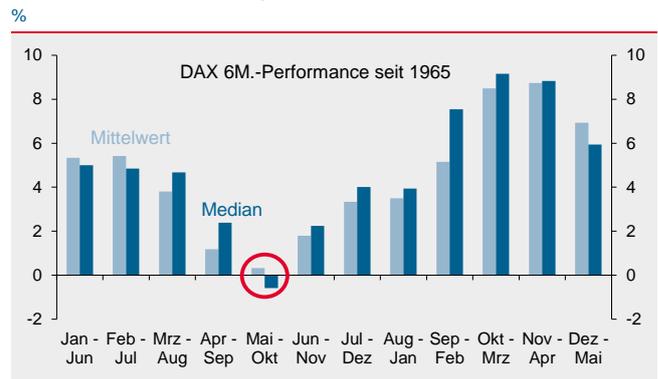
Der **Euro-Dollar-Kurs** stabilisierte sich von seinem Rückschlag im ersten Quartal 2015. Das Kaufprogramm der EZB ist wohl schon in einem erheblichen Maß in den Kursen verarbeitet. Die US-Notenbank strebt weiterhin eine Zinswende an, wenngleich diese später und vorsichtiger ausfällt als ursprünglich erwartet. Der Renditevorteil des US-Dollar bleibt daher vergleichsweise mager. Vor diesem Hintergrund sowie auch angesichts anderer Indikatoren wie Kaufkraftparitäten erscheint der US-Dollar überbewertet. Da sich die Konjunktur in der Eurozone merklich festigt, schrumpft zudem der Wachstumsvorsprung der USA. Bis Ende des Jahres dürfte der Euro auf 1,20 Dollar ansteigen.

### Altes Bewertungsband wieder im Visier



\* auf Basis der 12M.-Konsens-Gewinnsschätzungen  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Saisonale Schwächephase in den Sommermonaten



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Chance-Risiko-Verhältnis noch nicht attraktiv

Die Ankündigung des Anleihekaufprogramms der EZB hat an den europäischen **Aktienmärkten** in den ersten Monaten für ein unerwartetes Kursfeuerwerk gesorgt. Damit hatten sich die Notierungen zeitweilig extrem weit von ihren fundamental angemessenen Niveaus entfernt und das Bewertungsband der vergangenen zehn Jahre deutlich überschritten. Einen Teil dieser Kursübertreibungen haben Aktien inzwischen korrigiert. Angesichts der noch immer bestehenden Lücke zwischen den fundamentalen Verhältnissen und Aktiennotierungen dürften die Kurse vorerst weiter nachgeben. Ohnehin zählen die Sommermonate im langjährigen Durchschnitt zur performanceschwächsten Phase des Jahres. Dabei könnte der DAX zumindest die Ausbruchsmarke von 10.000 Punkten testen. ■