



## Alte Risiken, neue Risiken

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

HERAUSGEBER  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

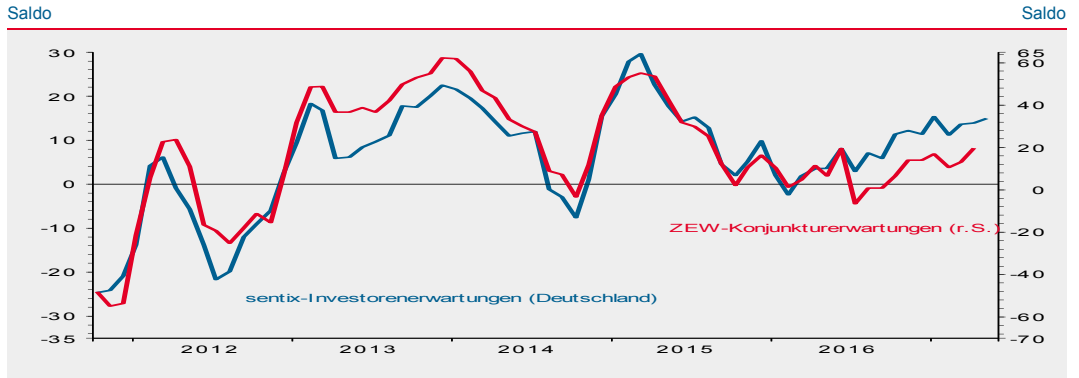
Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

<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 20 mit Prognosen .....	3
<b>2 Im Fokus</b> .....	<b>4</b>
2.1 Devisen: Fehlende Dynamik .....	4
2.2 USA: Trump im Fokus – Fed auf Autopilot .....	5
<b>3 Charttechnik</b> .....	<b>6</b>
<b>4 Prognosetabelle</b> .....	<b>7</b>

## 1 Die Woche im Überblick

### 1.1 Chart der Woche

#### Stimmung im Aufschwung



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Stimmung der Finanzmarktteilnehmer ist ungebrochen gut. Dies zeigt sich nicht nur an der Aktienmarktentwicklung der letzten Wochen, sondern auch bei umfragebasierten Indikatoren wie dem ZEW-Index. Die Mai-Werte stehen am Dienstag der neuen Woche zur Veröffentlichung an und die Vorgaben sind freundlich. Insbesondere der Anstieg des Saldos der Konjunkturerwartungen im Rahmen der sentix-Befragung ist positiv zu werten. Nicht nur die Erwartungen steigen an, auch der Saldo der Lagebeurteilungen erreicht immer neue Höhen. Sollte sich die entsprechende sentix-Vorgabe auch beim ZEW zeigen, wäre dies ein gutes Omen für den kommenden ifo-Geschäftsklimaindex. Gleichwohl sollte beachtet werden, dass die realwirtschaftliche Entwicklung trotz der heute gemeldeten Beschleunigung des BIP-Wachstums im Quartalsvergleich den hochfliegenden Indikatoren kaum folgen können. So sank die Jahresrate im ersten Quartal leicht auf 1,7 %.

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.

## 1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Recht viel konnten die Investoren in den vergangenen Wochen abhaken: Die Wahlergebnisse in den Niederlanden und Frankreich haben dazu beigetragen, die politischen Risiken im Euroraum spürbar zu reduzieren. Davon hat der Euro (S. 4) profitieren können. Daneben steigerten günstige Konjunkturnachrichten aus dem Euroraum und insbesondere Deutschland die Zuversicht an den Finanzmärkten. Zunächst einmal haben sich auch die konjunkturellen Risiken verringert. So hat das deutsche BIP-Wachstum in Q1 um 0,6 % zugelegt, so stark wie seit einem Jahr nicht mehr. Zu den Wachstumstreibern gehörten erstmals wieder der Außenbeitrag und besonders erfreulich die Investitionen. Der milde Winter befeuerte die ohnehin schon hohe Bautätigkeit, während der private Verbrauch die solide Grundschatzlagzahl garantiert. Die Frühindikatoren wie Auftragseingänge sowie die Stimmungsindikatoren wie der ifo oder ZEW-Index (S. 1) sprechen sogar für eine Fortsetzung der hohen Konjunkturdynamik. Allerdings sind in den letzten Tagen Risiken dazugekommen, die vor zu viel Sorglosigkeit mahnen.

In dem Bemühen der chinesischen Regierung, die hohe Verschuldung und die Schattenbanken in den Griff zu bekommen, sind die Aktien- und Rentenmärkte in China heftig unter Abgabedruck geraten. Es ist eher unwahrscheinlich, dass die deutschen Exporte nach China im Jahresverlauf weiter tragen werden. Gleiches gilt für die Exporte nach Großbritannien und womöglich auch in die USA. Zwar lassen die US-Konjunkturindikatoren ein Anziehen der wirtschaftlichen Dynamik nach dem schwachen ersten Quartal erwarten, zugleich nehmen aber die politischen Risiken wieder zu. An den Finanzmärkten jedenfalls ist der Schwenk von der „Trump-Euphorie“ zum „Trump-Risiko“ noch nicht vollzogen worden. Denn mit der Entlassung des FBI-Direktors Comey ist Präsident Trump in Kritik geraten auch von konservativen Republikanern. Der Verdacht eines „Russland-Deals“ bringt Trump den unrühmlichen Nixon-Watergate-Vergleich ein. Nicht nur, dass die Wetten auf ein mögliches Amtsenthebungsverfahren (Impeachment) sprunghaft zugenommen haben, zugleich wird der Präsident mehr Kompromisse eingehen müssen, um seine Parteifreunde wieder einzufangen. Die mit der „Trump-Euphorie“ verbundenen Wachstumshoffnungen, die Aktien nach oben getrieben haben, dürften sich als haltlos erweisen. Die Fed (S. 5) tut also weiterhin gut daran, vorsichtig zu agieren. Gleiches sollte für die Anleger an den Aktienmärkten gelten.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017
	31.12.2016	04.05.2017				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	-3,2	1,0	1,09	1,10	1,15	1,10
Japanischer Yen	-0,6	-0,1	124	121	121	115
Britisches Pfund	1,1	0,6	0,84	0,90	0,90	0,85
Schweizer Franken	-2,0	-0,9	1,09	1,08	1,10	1,10
	in Bp		%			
3M Euribor	-1	0	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30
3M USD Libor	18	0	1,18	1,40	1,50	1,50
10 jähr. Bundesanleihen	22	4	0,43	0,35	0,45	0,60
10 jähr. Swapsatz	17	0	0,83	0,80	0,90	1,00
10 jähr. US-Treasuries	-6	3	2,39	2,50	2,50	2,70
	%		Index			
DAX	10,7	0,5	12.711	11.600	11.800	12.000
	%					
Brentöl \$/B	-10,6	4,9	51	55	56	55
Gold \$/U	6,3	-0,2	1.225	1.450	1.500	1.450

\*Schlusskurse vom 11.05.2017

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 1.3 Finanzmarktkalender KW 20 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Montag, 15.05.2017</b>						
14:30	US	Mai	Empire-State-Umfrage; Index	<b>10,0</b>	7,5	5,2
16:00	US	Mai	NAHB Housing Index	<b>68</b>	68	68
<b>Dienstag, 16.05.2017</b>						
11:00	DE	Mai	ZEW-Saldo der Konjunkturerwartungen	<b>25,0</b>	21,0	19,5
11:00	EZ	Q1	BIP endgültige Schätzung	<b>0,5</b>	0,5	0,5
			% q/q	<b>1,7</b>	1,7	1,7
14:30	US	Apr	Baubeginne	<b>4,9</b>	2,9	-6,8
			% m/m Tsd (JR)	<b>1275</b>	1250	1215
14:30	US	Apr	Baugenehmigungen	<b>0,6</b>	0,2	4,2
			% m/m Tsd (JR)	<b>1275</b>	1270	1267
15:15	US	Apr	Industrieproduktion, % m/m	<b>0,3</b>	0,4	0,5
15:15	US	Apr	Kapazitätsauslastung; %	<b>76,3</b>	76,3	76,1
<b>Mittwoch, 17.05.2017</b>						
<b>Donnerstag, 18.05.2017</b>						
14:30	US	Mai	Philadelphia Fed; Index	<b>18,0</b>	19,5	22,0
14:30	US	13. Mai	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	<b>240</b>	k.A.	236
16:00	US	Apr	Frühindikatoren, % m/m	<b>0,4</b>	0,3	0,4
19:15	US		Cleveland-Fed-Präsidentin Mester			
<b>Freitag, 19.05.2017</b>						
08:00	DE	Apr	Erzeugerpreise	<b>0,0</b>	0,2	0,0
			% m/m % y/y	<b>3,0</b>	3,2	3,1
16:00	EZ	Mai	EU-Kommission, Konsumentenvertrauen; Saldo	<b>-3,0</b>	-3,0	-3,6

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

Christian Apelt, CFA  
Tel.: 0 69/91 32-47 26

### 2.1 Devisen: Fehlende Dynamik

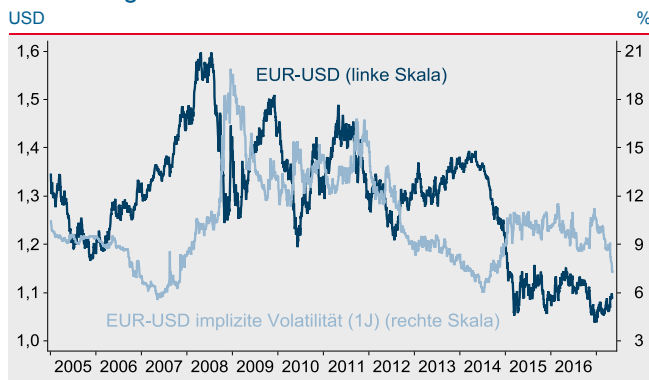
Die politischen Stürme sind abgeflaut, der Euro-Dollar-Kurs notiert stabil. Im zweiten Halbjahr bleiben die Impulse begrenzt, wenngleich für den Euro mehr Chancen als Risiken bestehen.

Am Devisenmarkt kehrt Ruhe ein. Die vermeintlichen Stürme haben weniger Schäden als befürchtet angerichtet. Die Trumponomics scheinen keine großen nachhaltige Effekte mit sich zu bringen. Der Ausgang der Präsidentschaftswahlen in Frankreich sorgte für Entspannung in der Währungsunion. Schon im Vorfeld des zweiten Wahlgangs legte der Euro zu, gab im Anschluss daran aber etwas nach gemäß dem Motto „Kaufe das Gerücht, verkaufe den Fakt“. Die impliziten Volatilitäten am Devisenmarkt fielen auf den tiefsten Stand seit 2014.

Fed bereits eingepreist

Nicht einmal die US-Notenbank erschreckt die Märkte. So ist zwar davon auszugehen, dass sie nun doch schon im Juni ihre nächste Zinsanhebung vornimmt. Allerdings macht sich der Eindruck breit, dass dieser Schritt nur vorgezogen wird und sich die Summe der mittelfristig geplanten Anhebungen nicht ändert. Auch wenn höhere Zinsen grundsätzlich die US-Währung stützen, so ist auf aktuellen Kursniveaus schon viel vorweggenommen. Ohne einen klar beschleunigten Zinserhöhungszyklus fehlt dem US-Dollar ein fühlbarer Rückenwind.

Volatilität geht deutlich zurück



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Renditevorteil im Rückwärtsgang



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nachlassende  
Trump-Euphorie

Schließlich hat die Trump-Euphorie ebenfalls nachgelassen. Trumps Vorschläge zur Steuerreform verpufften am Devisenmarkt. Zum einen fehlte die „Border Adjustment Tax“, die ausländische Unternehmen benachteiligen würde und zumindest in der Theorie die US-Währung stärken sollte. Zum anderen ist zweifelhaft, in welchem Ausmaß und wann die Steuersenkungen Realität werden. Der Präsident kämpft derzeit eher an anderen Fronten. Die Reflationseffekte für Konjunktur, Zinsen und die Währung sind damit kaum ausgeprägt. Angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums im ersten Quartal hat der Konjunkturoptimismus ohnehin einen Dämpfer erhalten. Sogar die zuvor noch euphorischen Stimmungsindikatoren fangen an, sich zu normalisieren. In den nächsten Monaten könnte sich die Ernüchterung beim US-Dollar sogar noch verstärken.

Eigentlich spricht einiges für eine signifikante Euro-Aufwertung: Die politische Unsicherheit hat sich verringert, die Konjunktur läuft, sogar die Inflation klettert allmählich, zumal der Euro immer noch sehr günstig bewertet ist. Allerdings hält die EZB mit ihrer expansiven Geldpolitik noch den Damm drauf. Die Notenbank wird zwar im Verlauf des zweiten Halbjahrs vermutlich andeuten, dass das Kaufprogramm irgendwann langsam reduziert wird, was dem Euro helfen würde. Ein großer Befreiungsschlag ist dennoch nicht zu erwarten, da die Zinspolitik der EZB sehr expansiv bleibt. Wir halten nur zeitweise einen Sprung der Gemeinschaftswährung in Richtung 1,15 US-Dollar für möglich. Insgesamt dürfte der Euro-Dollar-Kurs eher um 1,10 pendeln mit mehr Ausschlägen nach oben als nach unten.

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

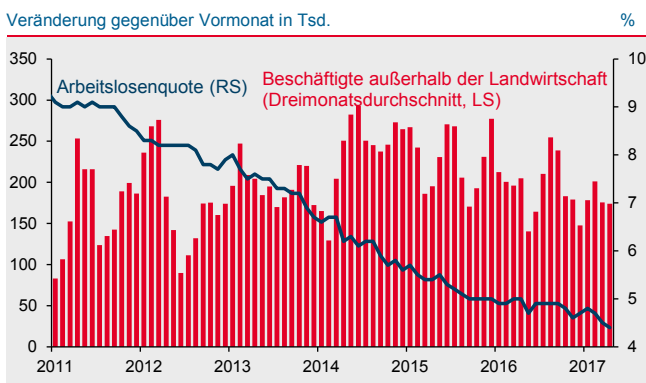
## 2.2 USA: Trump im Fokus – Fed auf Autopilot

Der Theaterdonner in Washington seit Donald Trumps Amtsantritt hat die Konjunkturdaten zuletzt weitgehend überlagert. Trotz der gestiegenen politischen Unsicherheit haben die Vertrauensindikatoren seit Ende 2016 deutlich zugelegt. Zwar war in den vergangenen Wochen eine gewisse Ernüchterung im Hinblick auf die zu erwartenden Resultate der trump'schen Politik zu beobachten. Die US-Konjunktur bleibt aber in einer Aufwärtsbewegung innerhalb des jüngsten Mini-Zyklus. Die Fed wird daher ihren Zinserhöhungsprozess fortsetzen – wahrscheinlich schon im Juni.

Leitzins weiter  
nach oben

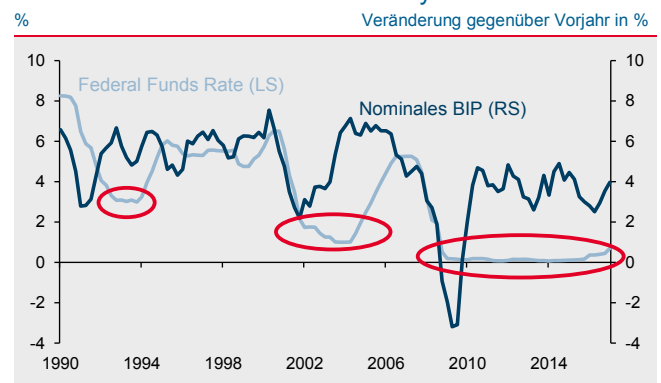
Solider Stellenaufbau, niedrige Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung und der hohe Stand des ISM-Einkaufsmanagerindex außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes sprechen dafür, dass die auf Basis des realen Bruttoinlandsproduktes zu beobachtende Wachstumsdelle im ersten Quartal nur ein Ausreißer war. Für das Frühjahr zeichnet sich ein deutlich höheres Plus ab, vermutlich mit einer Jahresrate über 3 %. Bleibt der Stellenaufbau bei rund 175.000 pro Monat (derzeitiger Dreimonatsdurchschnitt), wird die Arbeitslosenquote selbst bei einer stabilen Partizipationsrate weiter fallen – im Gegensatz zur Prognose der Fed und unserer bisherigen Erwartung. Tatsächlich hatten wir bereits am aktuellen Rand mit einem merklichen Abflauen des Beschäftigungsaufbaus gerechnet. Angesichts der bereits erreichten Vollbeschäftigung bleibt die Frage akut, ob die Notenbank genug zur Normalisierung der Geldpolitik getan hat. Kurzfristig wird sie wohl das grüne Licht von den Finanzmärkten nutzen, um den langsamen Zinserhöhungskurs voranzutreiben. Von diesem Kurs würde sie wohl nur eine deutliche Eintrübung der guten Stimmung an den Finanzmärkten abbringen – die sich auf kurze Sicht nicht abzeichnet.

### Arbeitsmarkt: Lläuft!



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Was macht die Fed im nächsten Zyklus?

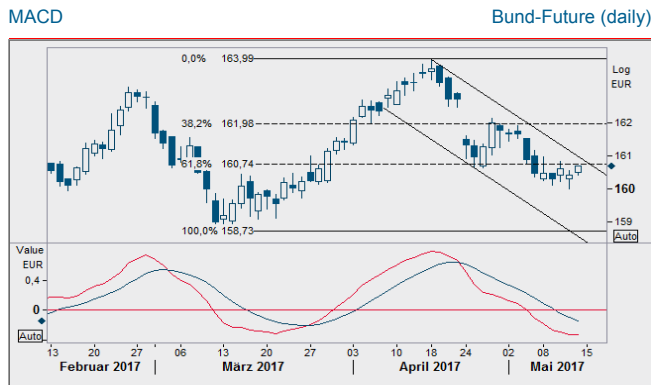


Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Damit verbunden ist auch die in den vergangenen Monaten wieder intensiver geführte Diskussion um die aufgeblähte Bilanz der Fed. Durch die diversen Kaufprogramme seit 2008 hat sie ihre Bilanzsumme von knapp 900 Mrd. Dollar im Jahr 2007 auf aktuell etwa 4,4 Billionen Dollar hochgefahren. Durch die Wiederanlage von Mitteln aus auslaufenden Anleihen hält die Fed diesen Wert seit einiger Zeit weitgehend konstant. Da es nach ihrer Lesart das Niveau (und nicht die Veränderung) der Bilanzsumme ist, die den geldpolitischen Expansionsgrad entscheidend bestimmt, wäre ein Ende dieser Wiederanlagepolitik und damit ein passives Abschmelzen des Wertpapierbestands eine Alternative zu Zinserhöhungen oder ein ergänzendes Instrument. Im Jahr 2018 wird mit über 400 Mrd. Dollar ein erhebliches Volumen an Anleihen fällig. Daher sollte dieser Schritt nicht zu abrupt ausfallen, weil die Bilanzsumme sonst relativ kräftig schrumpfen würde – was die Fed angesichts ihres bisher äußerst vorsichtigen Vorgehens in diesem Zyklus wohl nicht in Kauf nehmen wird. Dass es in dieser Richtung aber noch in diesem Jahr losgehen könnte, legen die Debatten über dieses Thema auf den jüngsten FOMC-Sitzungen nahe. Auch politisch wäre dies aus Sicht der Fed attraktiv – Schätzungen gehen davon aus, dass die Notenbank bei weiter steigenden Geldmarktzinsen in absehbarer Zeit rund 50 Mrd. Dollar pro Jahr an Zinsen auf die Überschussreserven privater (und oft ausländischer) Geschäftsbanken überweisen muss. Da die Fed dann einen entsprechend deutlich kleineren jährlichen Überschuss (2016: 92 Mrd. Dollar) an die Treasury überweisen würde, könnte dies im Kongress leicht zu Unmut führen.

### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Abwärtsimpuls intakt



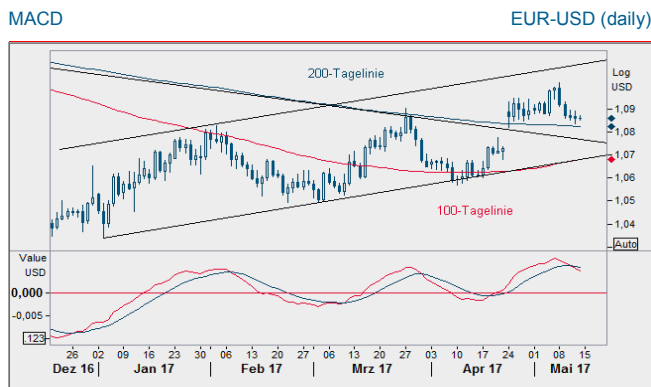
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	160,83	161,50	162,15
Unterstützungen:	159,73	158,73	158,26

Der Bund-Future hat sich im Wochenverlauf abgeschwächt und wichtige Unterstützungen, wie beispielsweise das 61,8 %-Retracement der März-Aufwärtsbewegung, unterschritten. Zwar kommt es derzeit zu einer Erholung, der seit Mitte April bestehende Abwärtstrend ist aber weiterhin intakt. Die relativ steile Trendlinie verläuft aktuell bei etwa 161,00. Die Indikatoren weisen intakte Verkaufssignale auf, der Stochastic dreht inzwischen aber nach oben. Insofern nimmt die Gefahr einer Kursabschwächung bis zum März-tief bei 158,73 ab.

Ulrich Wortberg (Tel.: 069/9132-1891)

#### Euro: 200-Tagelinie im Test



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,1022	1,1100	1,1300
Unterstützungen:	1,0824	1,0819	1,0777

Der Euro hat sich nur für kurze Zeit oberhalb der 1,10er Marke halten können. Im Wochenverlauf setzte sich eine schwächere Tendenz durch. Die 200-Tagelinie, die derzeit bei 1,0824 verläuft, hat bislang aber standgehalten. Ein Test ist möglich, denn die Indikatoren im Tageschart trüben sich ein. Der MACD generiert ein Verkaufssignal und der Stochastic hat das Verkaufssignal bestätigt. Zudem lässt das Kursmomentum deutlich nach. Sollte die Unterstützung bei 1,0824 auf Tagesschlusskursbasis unterschritten werden, würden sich die Perspektiven deutlich eintrüben.

Ulrich Wortberg (Tel.: 069/9132-1891)

#### DAX: Konsolidierung auf hohem Niveau



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	12.745	12.792	12.856
Unterstützungen:	12.623	12.568	12.527

Der DAX ist zuletzt mehrfach an der Widerstandsmarke von 12.745 Zählern gescheitert. In der Folge wurde eine überfällige Konsolidierung auf hohem Niveau eingeleitet. Derartige Formationen umfassen in der Regel bis zu zehn Tageskerzen. Insofern wird sich bereits in Kürze zeigen, ob die Kraft für einen neuerlichen Aufwärtsschub ausreicht, oder eine deutlichere Korrekturbewegung ansteht. Relevante Trigger-Marken lassen sich bei 12.792/12.856 für die Ober- sowie bei 12.623/12.568 Punkten für die Unterseite definieren. Die Trends in allen Zeitfenstern sind aufwärts gerichtet.

Christian Schmidt (Tel.: 069/9132-2388)

Bitte beachten Sie: Die Ausführungen auf dieser Seite basieren ausschließlich auf der Technischen Analyse und sind kurzfristig orientiert. Die fundamentalen Analysen mit einer mittel- und langfristigen, strategischen Ausrichtung gehen nicht in diese Betrachtungen ein.

## 4 Prognosetabelle

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2015	2016	2017p	2018p	2015	2016	2017p	2018p
Euroland	1,9	1,7	1,4	1,4	0,0	0,2	1,6	1,5
Deutschland	1,5	1,8	1,5	1,4	0,3	0,5	1,7	1,6
Frankreich	1,2	1,1	1,2	1,3	0,1	0,3	1,6	1,4
Italien	0,7	1,0	1,1	1,2	0,1	-0,1	1,4	1,3
Spanien	3,2	3,2	2,8	2,1	-0,6	-0,3	2,2	1,5
Niederlande	2,0	2,1	1,9	1,5	0,2	0,1	1,3	1,5
Österreich	1,0	1,5	1,7	1,7	0,9	0,9	2,0	2,0
Griechenland	-0,2	0,0	1,3	1,7	-1,1	0,0	1,3	1,5
Portugal	1,6	1,4	1,1	1,4	0,5	0,6	1,1	1,4
Irland	26,3	5,2	3,5	3,2	0,0	-0,2	0,7	1,5
Großbritannien	2,2	1,8	1,3	1,0	0,1	0,6	2,5	2,2
Schweiz	0,8	1,3	1,1	1,3	-1,1	-0,4	0,7	0,7
Schweden	4,1	3,3	2,6	2,5	0,0	1,0	1,5	1,7
Norwegen	1,6	1,0	1,5	1,7	2,1	3,6	2,1	2,2
Polen	3,8	2,7	3,0	3,2	-0,9	-0,6	2,2	1,8
Ungarn	3,1	2,0	3,0	3,0	-0,1	0,4	2,3	2,4
Tschechien	4,5	2,4	2,9	2,4	0,3	0,7	2,5	2,3
Russland	-2,8	-0,2	0,8	1,3	15,5	7,0	4,5	4,3
USA	2,6	1,6	2,2	2,0	0,1	1,3	2,5	2,2
Japan	1,2	1,0	1,2	0,8	0,8	-0,1	0,7	0,5
Asien ohne Japan	5,4	5,1	5,0	4,7	2,5	2,8	3,0	3,0
China	7,2	6,7	6,3	5,8	1,5	2,1	1,5	2,0
Indien	7,9	6,8	6,9	6,9	4,9	4,9	5,1	5,0
Lateinamerika	0,2	-0,7	1,6	2,5	12,6	19,0	14,0	12,5
Brasilien	-3,8	-3,6	0,8	1,5	9,0	8,7	4,8	4,5
Welt	3,1	2,8	3,1	3,0	3,0	3,6	3,7	3,4

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

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