



Großer Wurf oder Klein-Klein

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

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

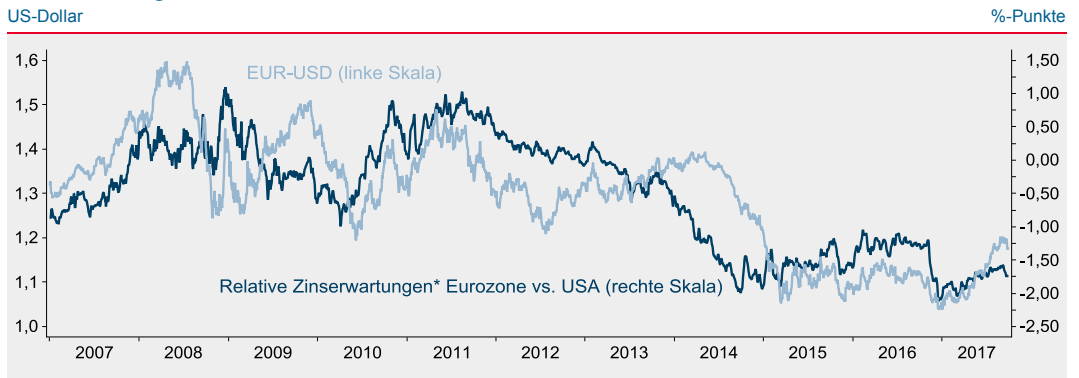
Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

1 Die Woche im Überblick.....	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 40 mit Prognosen	3
2 Im Fokus.....	4
2.1 Renten: Nicht mehr ganz so entspannt	4
2.2 Europäische Hochkonjunktur – politische Verunsicherungen.....	5
3 Charttechnik	6
4 Prognosetabelle	7

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Ernüchterung für den Euro



* Differenz der 12M-OIS-Forwards in 2 Jahren;
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.

Der diesjährige Aufschwung des Euro erlitt einen Dämpfer. Nach der Bundestagswahl fiel der Euro-Dollar-Kurs von 1,20 bis auf 1,17 zurück. Ungeachtet der Europa-Rede des französischen Präsidenten Macron wird angesichts der Mehrheitsverhältnisse in Deutschland eine politische Vertiefung der Währungsunion schwierig werden. Hinzu kommt, dass US-Präsident Trump seine Steuersenkungspläne erneuerte, selbst wenn an der Durchsetzbarkeit weiter Zweifel bestehen, die die Dollar-Aufwertung begrenzten. Im Grunde genommen erklärt sich die Euro-Schwäche aber aus dem vorherigen Anstieg: Die Aufwertung des Euro war zwar in der Tendenz fundamental gerechtfertigt, das Ausmaß jedoch klar überzogen. Daher dürfte die jüngste Bewegung nur der Anfang einer Euro-Korrektur gewesen sein. Schließlich vollzieht die EZB ihren Kurswechsel sehr zögerlich, während die Federal Reserve ihre Zinserhöhungen fortsetzt. Der US-Zinsvorteil deutet an, dass der Euro-Dollar-Kurs durchaus wieder in Richtung 1,10 fallen kann.

1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Die politischen Vorgaben dominieren an den Finanzmärkten. Die Sehnsucht nach großen Würfeln – abseits mühsamer Detailarbeit – hat in der ablaufenden Handelswoche auch die Investoren erfasst. Während US-Präsident Trump die „größte aller Steuerreformen“ verkündete, skizzierte der französische Präsident Macron seine Vorstellung von den Vereinigten Staaten von Europa. Frei nach dem Motto: Vorwärts immer – Rückwärts nimmer! Damit konnten die Anleger im Risikomodus bleiben: US-Aktien markierten neue Hochs und der DAX zog im Windschatten mit. Die Wiedervorlage der Trumpschen Steuerversprechen sorgte zudem dafür, dass der „Europhorie“ die Luft ausging (S. 1) – der Greenback festigte sich deutlich gegenüber dem Euro. Auch die Kurse von Staatsanleihen zeigten sich auf Wochensicht vergleichsweise stabil angesichts der Tatsache, dass die Fed nicht zu lange mit dem nächsten Zinsschritt warten möchte. Dank insgesamt noch moderater Inflationserwartungen ist der Zinsdruck für US-Treasuries und Bundesanleihen überschaubar (S. 4).

Sind die impliziten Wachstumsversprechen, die in den Plänen Trumps und Macrons stecken, erfüllbar oder lehrt nicht vielmehr der Blick zurück, dass sich die großen Linien in der mühsamen Detailarbeit zu verlieren drohen? Trump hat zusammen mit der republikanischen Führung im Kongress seine Pläne für eine umfassende Steuerreform vorgelegt. Diese beinhalten neben einer geringeren Zahl an Einkommensteuerstufen vor allem eine Reduzierung der Unternehmenssteuersätze sowie Investitionsanreize. Die Finanzierung der Steuerreform bleibt vage. Die Gleichung lautet wohl mit Blick auf die Laffer-Kurve: Weniger Steuern für alle und mehr Wachstum soll das Ganze gegenfinanzieren. Schon jetzt ist zu befürchten, dass vor dem Hintergrund der bestehenden Haushaltsverschuldung – Stichwort Obergrenze – letztlich nicht viel vom „großartigen Entwurf“ übrig bleibt. Die Aktienmärkte setzen nun aber schon zum zweiten Mal auf die vermeintlichen Wachstumseffekte der Trumpschen Steuerpolitik. Angesichts der äußerst ambitionierten Bewertung am US-Aktienmarkt ist das u.E. mindestens einmal zu viel. Und in Europa dringt Emanuel Macron auf ein mehr an Europa: Eine gemeinsame Wirtschaftspolitik inklusive EU-Finanzminister sowie Investitionsprogramm mit Hilfe von Eurobonds. Indes rumort es im Euroraum im Klein-Klein: Spanien ringt mit dem Referendum der Katalanen, Deutschland sucht nach einer neuen Regierung und Frankreich fängt an, seinem Präsidenten zu misstrauen (S. 5). Noch setzen Anleger darauf, dass das europäische Superwahljahr gut überstanden ist. Doch unterm Strich fällt es schwer zu sagen, ob der Euroraum tatsächlich aus 2017 politisch gestärkt hervorgehen wird.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018
	31.12.2016	21.09.2017				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	-10,5	1,3	1,18	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-7,1	1,2	133	115	120	125
Britisches Pfund	-2,6	0,3	0,88	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	-6,2	1,4	1,14	1,10	1,10	1,10
	in Bp		%			
3M Euribor	-1	0	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30
3M USD Libor	33	0	1,33	1,50	1,65	1,90
10 jähr. Bundesanleihen	27	2	0,48	0,60	0,70	0,80
10 jähr. Swapsatz	26	3	0,92	1,00	1,10	1,15
10 jähr. US-Treasuries	-14	3	2,31	2,50	2,60	2,70
	%		Index			
DAX	10,7	0,8	12.705	12.000	12.500	12.300
	%					
Brentöl \$/B	1,0	1,7	57	53	54	56
Gold \$/U	11,7	-0,3	1.287	1.350	1.360	1.370

*Schlusskurse vom 28.09.2017

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 40 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 02.10.2017						
11:00	EZ	Aug	Arbeitslosenquote; %	9,0	9,0	9,1
16:00	US	Sep	ISM-Index Verarb. Gewerbe	58,5	57,4	58,8
20:00	US		Dallas-Fed-Präsident Kaplan			
Dienstag, 03.10.2017						
	DE		Tag der Deutschen Einheit			
11:00	EZ	Aug	Erzeugerpreise % m/m % y/y	0,1 2,3	0,1 2,3	0,0 2,0
14:30	US		Fed-Gouverneur Powell			
	US	Sep	PKW-Absatz; JR, Mio.	16,0	16,6	16,0
Mittwoch, 04.10.2017						
11:00	EZ	Aug	Einzelhandelsumsätze % m/m, s.a. % y/y, s.a.	0,0 2,4	0,3 k.A.	-0,3 2,4
16:00	US	Sep	ISM-Index außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes	56,0	55,1	55,3
21:15	US		Halbjährliche Anhörung von Janet Yellen vor dem Bankenausschuss des Senats			
Donnerstag, 05.10.2017						
14:30	US	Aug	Handelsbilanzsaldo, Mrd. \$	-42,7	-43,4	-43,7
14:30	US	30. Sep	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	255	k.A.	272
15:10	US		Fed-Gouverneur Powell			
15:15	US		San-Francisco-Fed-Präsident Williams			
16:00	US	Aug	Aufträge in der Industrie; % m/m	0,9	0,5	-3,3
16:00	US		Philadelphia-Fed-Präsident Harker			
22:30	US		Kansas-City-Fed-Präsidentin George			
Freitag, 06.10.2017						
08:00	DE	Aug	Auftragseingänge % m/m, s.a. % y/y, s.a.	0,7 4,6	0,7 k.A.	-0,7 4,9
14:30	US	Sep	Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft; m/m Tsd.	100	75	156
14:30	US	Sep	Arbeitslosenquote; %	4,4	4,4	4,4
14:30	US	Sep	Durchschnittliche Stundenlöhne % m/m % y/y	0,2 2,6	0,3 2,6	0,1 2,5
15:15	US		Atlanta-Fed-Präsident Bostic			
18:15	US		New-York-Fed-Präsident Dudley			
18:45	US		Dallas-Fed-Präsident Kaplan			

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

2.1 Renten: Nicht mehr ganz so entspannt

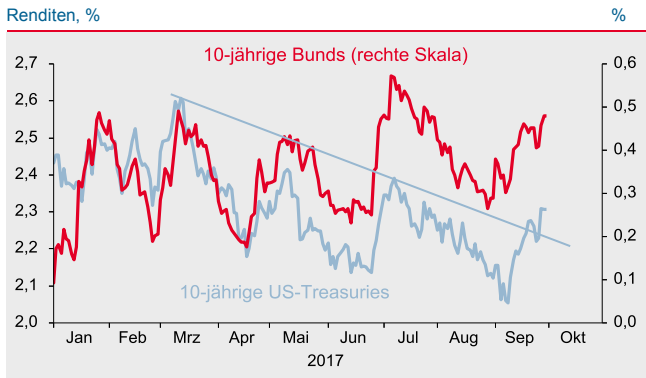
Ulf Krauss
Tel.: 0 69/91 32-47 28

Gegenwind
aus den USA

Die Renditen beiderseits des Atlantiks bewegen sich zwar noch immer auf eingetretenen Pfaden. Hinter den Kulissen tut sich jedoch einiges: Die Notenbanken sind auf Veränderung eingestellt. Die politische Landschaft insbesondere in der Eurozone ist in Bewegung. Vor diesem Hintergrund gibt es wachsende Fragezeichen, ob deutsche Renten ihr aktuell noch sehr niedriges Niveau ins nächste Jahr retten können.

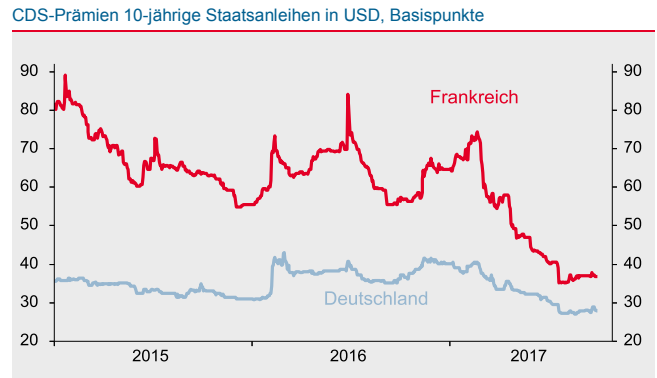
Die Rendite 10-jähriger Bunds hat sich zeitweise wieder der Marke von 0,5 % angenähert. Damit bleibt die Frage akut: Bewegt sich die Rendite seitwärts oder ist sie bereits in einen leichten Aufwärtstrend eingeschwenkt? Noch sind die Anleger vergleichsweise gelassen, obwohl die US-Vorgaben derzeit alles andere als günstig sind. Die Renditen 10-jähriger US-Treasuries legten zuletzt zu und haben vermutlich den Bereich um die 2 %-Marke endgültig verlassen. Der seit dem Frühjahr bestehende Abwärtstrend scheint gebrochen zu sein. Bis Jahresende ist mit einem weiteren Renditeanstieg in Richtung 2,5 % zu rechnen, was in etwa dem von uns errechneten aktuellen „Fair Value“ entsprechen würde. Neben dem Abschmelzen des Anleihebestands der US-Notenbank und dem Ausblick auf weiter steigende Leitzinsen ist als neuer belastender Faktor die „historische Steuerentlastung“ von US-Präsident Trump hinzugekommen. Zwar ist angesichts der bisherigen Erfolgsbilanz von Trump noch völlig unklar, was letztlich von den Plänen umgesetzt wird. Allerdings wäre eine damit vermutlich verbundene deutliche Ausweitung der Staatsdefizite bei ohnehin bereits sehr hohem Schuldenstand eine zusätzlich Bürde für US-Renten. Gegenwind kam zuletzt vom steigenden Ölpreis. Die Annäherung an die Marke von 60 US-Dollar pro Barrel in Verbindung mit einem wieder schwächeren Euro-Dollar-Kurs hat die Inflationserwartungen im Euroraum leicht steigen lassen.

Bunds und Treasuries: Renditen aufwärtsgerichtet



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutschland und Frankreich kommen sich näher



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Veränderter
politischer
Wind in Europa

Mit tendenziell steigenden Inflationserwartungen erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB den Fuß stärker vom Gaspedal nimmt, als bislang von vielen Anlegern erwartet wird. Im Hintergrund spielt auch die politische Situation in Europa eine Rolle. So würde der EZB ein Teil der Last von den Schultern genommen, wenn strukturelle Änderungen der geschwächten Währungsunion mehr Stabilität verliehen. Die von Frankreichs Präsident Macron angedachten Änderungen haben zumindest dieses Ziel. Da diese Flucht nach vorne – d.h. mehr Europa wagen – im Kern von Deutschland mitgetragen wird, dürften sich nachhaltige Ergebnisse wohl nur bei einer gewissen Kompromissbereitschaft einstellen. Zwar ist die Gefahr, dass sich die Währungsunion zügig in Richtung Transferunion entwickelt, im Falle einer Regierungsbeteiligung der FDP etwas geringer. Für Anleiheinvestoren ist dabei auch von Bedeutung, wer Wolfgang Schäuble als Finanzminister beerbt. Insgesamt dürften es Bundesanleihen aber in nächster Zeit nicht einfach haben, ihr niedriges Renditeniveau zu verteidigen.

Dr. Stefan Mütze
Tel.: 0 69/91 32-38 50

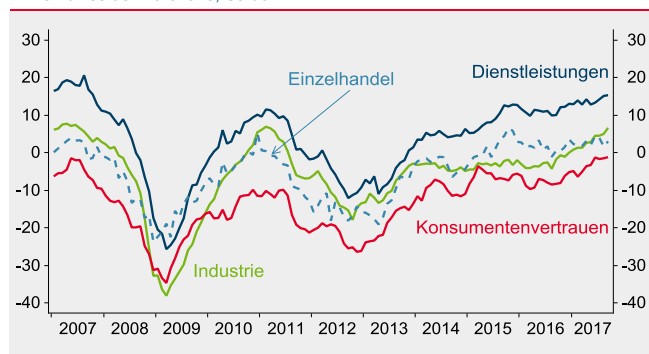
2.2 Europäische Hochkonjunktur – politische Verunsicherungen

Die Konjunktur in der Eurozone läuft rund. Die jüngsten politischen Verunsicherungen dürften keine nennenswerten Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum im gemeinsamen Währungsraum haben.

Konjunkturrell läuft in der Eurozone alles rund. Immerhin lagen die letzten vier Quartalsraten des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) bei durchschnittlich 0,55 %, was einer Jahresrate von 2,2 % entspricht. Erfreulicherweise hat die Konjunktur selbst in den weniger dynamischen Ländern wie Italien angezogen. Das von uns erwartete Wachstum im gemeinsamen Währungsraum von 2 % in diesem und 1,8 % im nächsten Jahr ist erreichbar.

Prima Klima

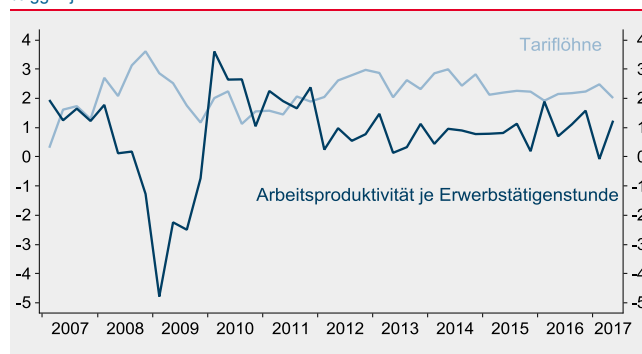
Klimaindizes der Eurozone, Saldo



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schwache Produktivitätsentwicklung in Deutschland

% gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

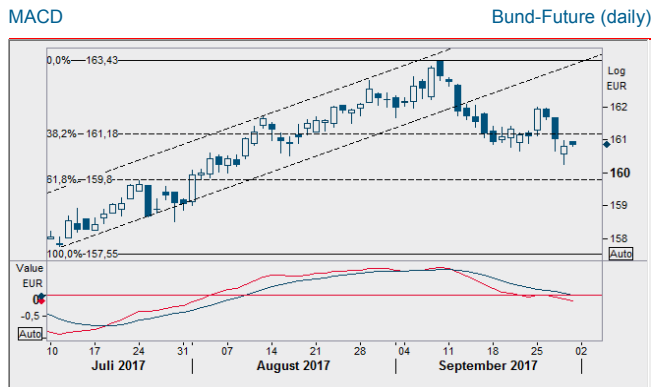
Koalitionäre gefordert

Allerdings sind einige Schönwetterwolken durch politische Verunsicherungen aufgezogen: So ist nicht auszuschließen, dass die deutschen Koalitionsverhandlungen nach der Bundestagswahl lange dauern werden. Entscheidend wird sein, ob der mögliche Koalitionsvertrag Lösungen für die anstehenden Aufgaben adressiert. Das Ausscheiden der Babyboomer aus dem Erwerbsleben führt zu einer Verringerung der Zahl der Erwerbstätigen. Die demografische Veränderung wird deswegen die Wachstumsaussichten der deutschen Volkswirtschaft mittelfristig eintrüben. Hierauf sollte die neue Bundesregierung mit der Erhöhung des Arbeitsangebots reagieren, u.a. durch einen späteren Renteneintritt und eine höhere Partizipationsrate. Eine verstärkte qualifizierte Zuwanderung bleibt unabdingbar. Wegen der über Jahre zu geringen öffentlichen Investitionen hat sich die Substanz der öffentlichen Infrastruktur verschlechtert. Dem sollte entgegengewirkt werden. Rund 90 % der deutschen Bruttoanlageinvestitionen werden allerdings von Privaten getätigt. Entscheidend bleibt, die Rahmenbedingungen zu verbessern. Die Arbeitsmarktregulierungen der vergangenen Jahre, Kostennachteile bei Energie und teilweise überdurchschnittlich hohe Umweltstandards bei seit Jahren steigenden Lohnstückkosten erweisen sich als Hindernisse. Ein wichtiges Handlungsfeld für die neue Bundesregierung sollte zudem die Steigerung der Produktivität sein, die in den vergangenen Jahren nur sehr schleppend zugenommen hat. Obwohl die Bildungsausgaben kräftig erhöht wurden, bleiben Defizite bei den Schülerkompetenzen und bei der Ausbildung der Zuwanderer. Die digitale Infrastruktur muss verbessert werden, um das Produktivitäts- und Wachstumspotenzial der Informations- und Kommunikationstechnologien besser ausnutzen zu können. Über eine steuerliche Forschungsförderung sollte nachgedacht werden.

Auch in Spanien und Frankreich kam es zuletzt zu Verunsicherungen: Zum katalanischen Unabhängigkeitsreferendum am 1. Oktober dürfte es aufgrund der verschärften Maßnahmen der spanischen Zentralregierung zwar nicht kommen, die Bewegung wird damit allerdings nicht erstickt werden. Weitere finanzielle Transfers in Richtung Barcelona sowie mehr Autonomierechte sind zu erwarten. Die Wachstumsaussichten ändern sich hierdurch allerdings nicht. In Frankreich hat das Abschneiden der Präsidentenpartei bei der Senatswahl die Position des Reformers Emmanuel Macron geschwächt. Verfassungsänderungen werden jetzt schwieriger, die wichtigen Wirtschaftsreformen sind hierdurch aber nicht gefährdet.

3 Charttechnik

Bund-Future: Ausblick bleibt getrübt



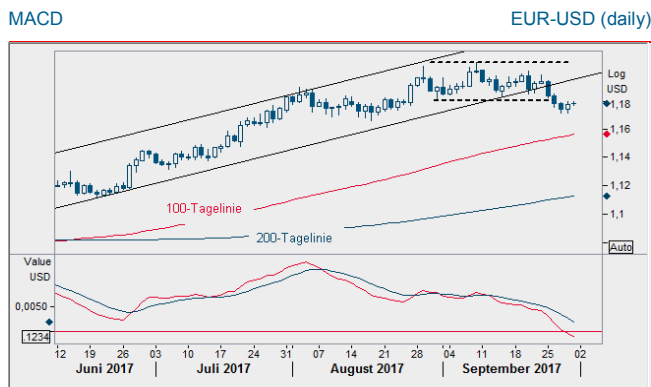
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	161,95	162,07	163,43
Unterstützungen:	160,24	159,80	158,53

Der Future hat unter Schwankungen abgegeben und im Tief bei 160,24 notiert. Damit wurde das 38,2 %-Retracement des Juli-Aufwärtsimpulses (161,18) ebenso unterschritten wie das markante Tief von Mitte August (160,50). Zwar ist es zu einer Erholung gekommen und letztgenannte Marke konnten wieder überwunden werden, die Indikatoren im Tageschart mahnen aber weiterhin zur Vorsicht. Die nächste wichtige Unterstützung liegt bei 159,80 in Form des 61,8 %-Retracements. Widerstände sind erst bei 161,95/162,00 zu finden.

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

Euro: Trendwende vollzogen?



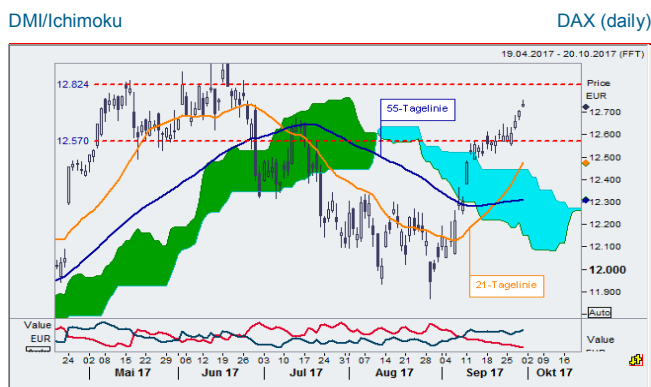
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,1821	1,1861	1,2031
Unterstützungen:	1,1715	1,1661	1,1550

Der Euro hat sich abgeschwächt und dabei wichtige Unterstützungen unterschritten. Zu nennen sind der April-Aufwärtstrend sowie die Tiefs von Anfang und Mitte September. Zudem wurde eine Triple-Top-Formation komplettiert, aus der sich ein Kursziel von 1,1550 ableiten lässt. Die quantitativen Indikatoren sind trotz der jüngsten Erholung getrübt. MACD und Stochastic stehen bei stark negativem Kursmomentum im Verkauf. Das nächste Kursziel liegt am markanten August-Tief bei 1,1661. Erste Widerstände lokalisieren wir bei 1,1821 und 1,1861.

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

DAX: Wird das Allzeithoch getestet?



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	12.799	12.824	12.951
Unterstützungen:	12.663	12.570	12.498

Nachdem der DAX zuletzt eine Reihe von Widerständen hinter sich lassen konnte und zudem die Trends in allen Zeitebenen nach oben zeigen, rückt ein Test des Allzeithochs (12.951) in greifbare Nähe. Bevor es dazu kommt, müssen jedoch weitere Hürden bei 12.737/12.799 und 12.824 Zählern überwunden werden. Die strukturelle Konstellation bei den DAX-Komponenten ist zudem konstruktiv. Angesichts eines heute endenden Preis- und Zeitzyklus sowie nicht idealtypischer Begleiterscheinungen bestehen aber weiterhin Restrisiken.

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	1,8	2,0	1,8	0,0	0,2	1,5	1,4
Deutschland	1,5	1,9	2,1	1,8	0,3	0,5	1,7	1,7
Frankreich	1,0	1,1	1,7	1,7	0,1	0,3	1,1	1,2
Italien	0,7	1,0	1,4	1,3	0,1	-0,1	1,5	1,4
Spanien	3,2	3,2	3,0	2,7	-0,6	-0,3	2,0	1,6
Niederlande	2,0	2,1	2,1	1,6	0,2	0,1	1,5	1,5
Österreich	1,0	1,5	2,3	2,0	0,9	0,9	2,1	2,0
Griechenland	-0,2	0,0	1,3	1,7	-1,1	0,0	1,2	1,5
Portugal	1,6	1,4	1,8	1,5	0,5	0,6	1,2	1,5
Irland	25,5	5,1	3,5	3,2	0,0	-0,2	0,5	1,5
Großbritannien	2,3	1,8	1,4	1,0	0,1	0,6	2,6	2,1
Schweiz	1,2	1,4	0,6	1,3	-1,1	-0,4	0,6	0,7
Schweden	4,5	3,3	3,1	2,5	0,0	1,0	1,7	1,7
Norwegen	2,0	1,1	1,9	2,0	2,1	3,6	2,2	2,2
Polen	3,8	2,7	3,7	3,3	-0,9	-0,6	2,0	2,3
Ungarn	3,1	2,0	3,7	3,3	-0,1	0,4	2,6	3,0
Tschechien	5,3	2,6	4,3	3,0	0,3	0,7	2,4	2,3
Russland	-2,8	-0,2	1,6	1,6	15,5	7,0	4,5	4,3
USA	2,9	1,5	2,2	2,5	0,1	1,3	2,1	2,2
Japan	1,1	1,0	1,6	1,2	0,8	-0,1	0,5	0,6
Asien ohne Japan	5,5	5,4	5,1	4,4	2,5	2,8	3,0	3,0
China	7,2	6,7	6,5	6,0	1,5	2,1	1,5	2,0
Indien	7,9	7,0	6,9	6,9	4,9	4,9	5,1	5,0
Lateinamerika	0,2	-0,8	1,6	2,1	12,6	19,0	13,5	12,5
Brasilien	-3,8	-3,6	0,5	1,5	9,0	8,7	3,5	4,0
Welt	3,2	2,9	3,3	3,1	3,0	3,6	3,5	3,4

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

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