



## Schwungvoller Jahresbeginn

- 1.1 Chart der Woche ..... 1
- 1.2 Wochen-Quartals-Tangente ..... 2
- 1.3 Finanzmarktkalender KW 02 mit Prognosen ..... 3
- 2 Im Fokus..... 4**
  - 2.1 Devisen: Spiegelbildlich ..... 4
  - 2.2 Primärmarkt Unternehmensanleihen: Q4 schlägt alle Rekorde..... 5
- 3 Charttechnik ..... 6**
- 4 Prognosetabelle ..... 7**

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

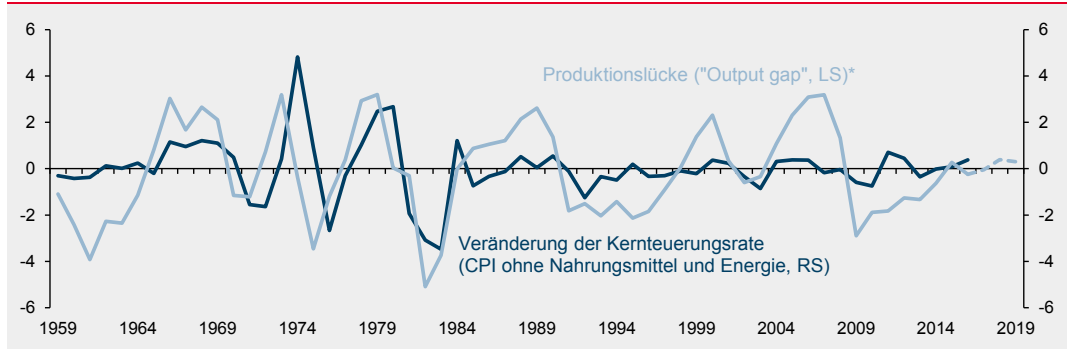
Patrick Franke  
 Tel.: 0 69/91 32-47 38

### 1.1 Chart der Woche

#### USA: Mind the gap!

Prozentpunkte am potenziellen Output (Jahreswerte)

Prozentpunkte (Jahreswerte)



\* HP-Filter. 2017-2019: Schätzung/Prognose  
 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.

Viele Beobachter fragen sich derzeit, wieso der Inflationsdruck in den USA nach wie vor relativ gering ist: Es ist mehr als genug Liquidität im System, der Arbeitsmarkt ist vollausgelastet und im Q2 und Q3 2017 legte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) annualisiert mehr als 3 % zu. Dennoch ist die Kernteuerung mit 1,7 % niedrig. Richtig ist, dass – gemessen an der niedrigen Arbeitslosenquote – der Lohn- und Preisauftrieb verhalten bleibt. Legt man aber ein alternatives Maß für den gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad (die so genannte Produktionslücke oder „Output gap“) zugrunde, löst sich dieses Rätsel größtenteils auf. So zeigt ein langfristiger Chart a) Der Zusammenhang zwischen dem „gap“, also der Abweichung des BIP von seinem Trendwert, und der Teuerung ist schon seit langer Zeit nicht mehr so eng wie in den 1970ern und b) Die US-Wirtschaft dümpelt auch im Jahr neun der aktuellen Expansion nur unweit der Normalauslastung – und daran wird sich in der nahen Zukunft wohl nicht viel ändern. Mehr als ein leichtes Anziehen der Kernteuerung ist daher 2018 unwahrscheinlich, obwohl die Konjunktur weiterhin rund läuft.

## 1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Das neue Jahr startete schwungvoll. Der Euro-Dollar Kurs übersprang zum Jahreswechsel die Marke von 1,20 (S. 4). Der DAX erholte sich nach den Verlusten am Jahresende und liegt wieder über 13.000 Punkte. Die konjunkturellen Stimmungsindikatoren verbesserten sich zum Jahresultimo beiderseits des Atlantiks. Der aggregierte Einkaufsmanagerindex für den Euroraum wurde leicht nach oben auf 58,1 korrigiert. Getragen wird er insbesondere vom Verarbeitenden Gewerbe, dessen Umfrage zuletzt bei 60,6 notierte. In den USA stieg der vergleichbare ISM-Index im Dezember deutlich an und nähert sich ebenfalls der 60er-Marke. Auch die US-Bausausgaben kletterten auf einen neuen Rekordstand. An den Arbeitsmärkten herrscht eine positive Grundstimmung. Ins gute konjunkturelle Bild passt der jüngste Anstieg des Ölpreises der Sorte Brent über 68 US-Dollar pro Fass. An den US-Aktienmärkten wurden zuletzt neue Bestmarken erreicht. Der Dow-Jones-Index notierte erstmals über 25.000 Punkte.

Die jüngsten Daten und die Marktentwicklung bestätigen sowohl die Zinsentscheidung der US-Notenbank im Dezember als auch die Erwartung weiterer Leitzinsanhebungen im neuen Jahr. Rentenpapiere haben es in diesem Umfeld erfahrungsgemäß nicht einfach. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries stieg zuletzt auf rund 2,5 %. Auch im Euroraum zogen die Renditen moderat an, wobei hierzulande die EZB noch ihre schützende Hand über die Finanzmärkte hält. Allerdings ließen jüngste Interviews mit Vertretern des EZB-Rats aufhorchen. So rät Yves Mersch den Investoren, sich für Zeiten wieder steigender Zinsen zu wappnen. Auch Ewald Nowotny sieht gute Gründe, warum der Normalisierungsprozess nicht zu lange aufgeschoben werden sollte. Das Kaufprogramm wurde zum Jahreswechsel auf monatlich 30 Mrd. Euro halbiert und derzeit spricht wenig für eine Verlängerung über den September hinaus. Für Unternehmensanleihen wird die Luft nach dem Emission-Rekordjahr 2017 vermutlich dünner, im Jahresverlauf ist mit steigenden Risikoprämien zu rechnen (S. 5).

In der Berichtswoche dürften die guten Nachrichten von der Konjunkturfront nicht abreißen. So ist mit positiven Auftrags- und Produktionszahlen aus Deutschland zu rechnen. Das Wirtschaftswachstum für 2017 dürfte kalenderbereinigt bei rund 2,5 % liegen. Zwar dürfte in diesem Jahr die Dynamik nicht ganz gehalten werden. Mit rund 2 % ist jedoch immer noch ein Wachstum klar über Potenzial zu erwarten. Bei den Inflationsdaten zeichnet sich nur wenig Bewegung ab. In der Eurozone sank die Teuerung im Dezember leicht auf 1,4 % und in den USA ist ebenfalls nicht mit großen Sprüngen zu rechnen (S. 1).

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018
	31.12.2016	28.12.2017				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	-12,6	-1,0	1,21	1,10	1,15	1,15
Japanischer Yen	-9,6	-0,9	136	127	125	125
Britisches Pfund	-4,1	-0,2	0,89	0,85	0,90	0,90
Schweizer Franken	-8,7	-0,6	1,18	1,12	1,15	1,17
	in Bp		%			
3M Euribor	-1	0	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30
3M USD Libor	70	0	1,70	1,90	2,15	2,15
10 jähr. Bundesanleihen	23	1	0,43	0,70	0,80	0,80
10 jähr. Swapsatz	22	0	0,88	1,10	1,15	1,15
10 jähr. US-Treasuries	1	2	2,45	2,60	2,80	2,80
	%		Index			
DAX	14,7	1,4	13.168	12.800	12.500	11.500
	%					
Brentöl \$/B	19,8	2,0	68	60	62	59
Gold \$/U	14,8	2,1	1.323	1.360	1.370	1.400

\*Schlusskurse vom 04.01.2018

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

### 1.3 Finanzmarktkalender KW 02 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Montag, 08.01.2018</b>						
08:00	DE	Nov	Auftragseingänge % m/m, s.a. % y/y, s.a.	<b>0,0</b> <b>8,8</b>	-0,2 k.A.	0,5 6,8
11:00	EZ	Dez	EU-Kommission; Saldo: Industrievertrauen Konsumentenvertrauen	<b>8,1</b> <b>0,5</b>	8,4 0,5	8,2 0,1
11:00	EZ	Nov		Einzelhandelsumsätze % m/m, s.a. % y/y, s.a.	<b>1,0</b> <b>2,0</b>	k.A. k.A.
19:35	US		San Francisco Fed Präsident Williams			
22:00	US		Boston Fed Präsident Rosengren			
<b>Dienstag, 09.01.2018</b>						
08:00	DE	Nov	Industrieproduktion % m/m, s.a. % y/y, s.a.	<b>2,0</b> <b>4,2</b>	k.A. k.A.	-1,4 2,7
08:00	DE	Nov	Handels-/Leistungsbilanz, Mrd. €, n.s.a.	<b>22,0 / 22,0</b>	21,3 / k.A.	18,9 / 18,1
11:00	EZ	Nov	Arbeitslosenquote; %	<b>8,8</b>	8,8	8,8
16:00	US		Minneapolis Fed Präsident Kashkari			
<b>Mittwoch, 10.01.2018</b>						
15:00	US		Chicago Fed Präsident Evans			
<b>Donnerstag, 11.01.2018</b>						
10:00	DE	2017	BIP % y/y % y/y, kalenderbereinigt	<b>2,2</b> <b>2,5</b>	2,3 k.A.	1,9 1,9
14:30	US	Dez	PPI Erzeugerpreise, % m/m	<b>0,2</b>	0,2	0,4
14:30	US	Dez	PPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % m/m	<b>0,2</b>	0,2	0,3
14:30	US	06. Jan	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	<b>245</b>	k.A.	250
21:30	US		New York Fed Präsident Dudley			
<b>Freitag, 12.01.2018</b>						
14:30	US	Dez	Einzelhandelsumsätze, % m/m	<b>0,4</b>	0,4	0,8
14:30	US	Dez	Einzelhandelsumsätze ohne Pkw s, % m/m	<b>0,2</b>	0,4	1,0
14:30	US	Dez	CPI Konsumentenpreise % m/m % y/y	<b>0,2</b> <b>2,2</b>	0,2 2,1	0,4 2,2
14:30	US	Dez	CPI ohne Energie & Nahrungsmittel % m/m % y/y	<b>0,2</b> <b>1,7</b>	0,2 1,7	0,1 1,7
16:00	US	Nov	Lageraufbau; % m/m	<b>0,2</b>	0,3	-0,1
22:15	US		Boston Fed Präsident Rosengren			

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

### 2.1 Devisen: Spiegelbildlich

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

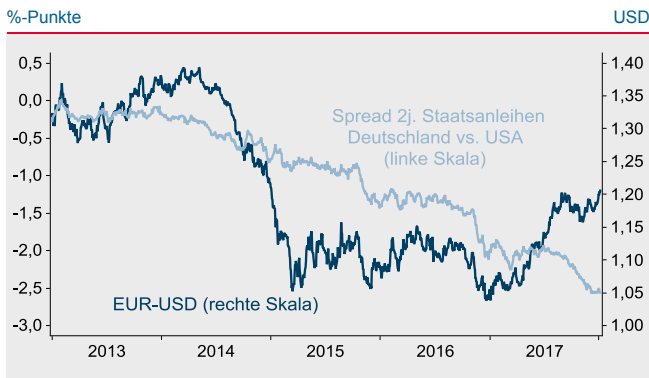
Alle mögen derzeit den Euro, niemand mag den US-Dollar. Fundamental betrachtet wirkt der Anstieg jedoch überzogen. Eine Korrektur des Euro-Dollar-Kurses sollte nicht überraschen.

Die Stimmung am Devisenmarkt ist im Vergleich zur Vorjahresfrist komplett gekippt. Anfang Januar 2017 fiel der Euro-Dollar-Kurs unter 1,04. Die Parität galt als ausgemachte Sache. Nach den US-Präsidentenwahlen im November 2016 kam Euphorie auf, da von Donald Trumps Politik – u.a. durch Steuersenkungen – massive Wachstumsimpulse erwartet wurden, die den US-Dollar beflügelten. Mittlerweile hat der Greenback aber all seine Freunde verloren. Gute US-Konjunkturdaten sowie fortgesetzte Fed-Zinserhöhungen spielen scheinbar keine Rolle mehr. Dagegen wird jede marginal positive Konjunkturüberraschung aus der Eurozone gefeiert wie auch jede vorsichtige Aussage in Richtung einer nicht mehr ganz so expansiven EZB-Politik eines fernen Tages. Der Euro-Dollar-Kurs kletterte jüngst über die Marke von 1,20.

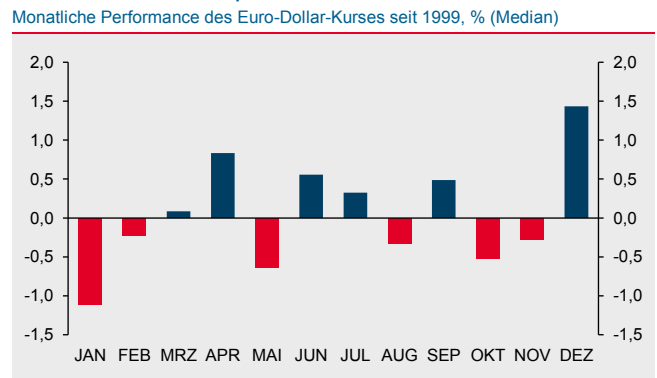
US-Dollar mit  
fundamentalem  
Rückenwind

Ein Feuerwerk von Wachstumsimpulsen hat die Trump-Regierung zwar nicht geliefert. Aber immerhin wurde vor Weihnachten noch die Steuerreform im Kongress beschlossen. Die US-Konjunktur hat ohnehin schon im zweiten Halbjahr 2017 an Fahrt aufgenommen. Die Inflationserwartungen haben sich zwar eher reduziert. Dennoch hat die Federal Reserve ihren Leitzins im abgelaufenen Jahr dreimal angehoben. Für 2018 stellt die Notenbank gleich viele Schritte in Aussicht. Die Rendite zweijähriger Treasuries zog binnen Jahresfrist von 1,2 % auf fast 2,0 % an. Der Zinsvorteil der US-Währung gegenüber dem Euro zog kräftig an. Sogar das US-Leistungsbilanzdefizit sank zuletzt. Die US-Entwicklung war also – trotz oder wegen Trump – keinesfalls so schlecht.

US-Dollar mit deutlichem Renditevorteil



Saisonaler Effekt spricht für den US-Dollar



Die Eurozone ist immer noch nicht zerbrochen, was vor einem Jahr – angesichts der Wahltermine für 2017 – wohl nicht jeder erwartet hatte. Die europäische Konjunktur zeigt sich sehr robust. Nur die EZB spielt in diesem Euro-positiven Bild nicht so richtig mit. Ihr Anleihekaufprogramm hat sie zwar halbiert. Hingegen liegen Zinserhöhungen immer noch in weiter Ferne, selbst wenn jüngst einzelne EZB-Vertreter zarte Signale gaben, dass auch die europäische Geldpolitik eines Tages nicht mehr ganz so expansiv sein wird.

Zu viel Euro-Optimismus

Langfristige Bewertungsfaktoren stützen den Euro, irgendwann wird dies auch die EZB tun. Aktuell spricht aber mehr für den US-Dollar. So wie vor einem Jahr der Greenback zu viel Vorschusslorbeeren verfrühstückt hatte, könnte es nun dem Euro ergehen. Die Spekulanten setzen klar auf den Euro, was in der Vergangenheit nicht immer ein gutes Zeichen war. Außerdem ist der Januar aus Sicht des Euro-Dollar-Kurses im historischen Mittel der schlechteste Monat. An den Finanzmärkten folgt auf zwei Schritte nach vorne häufig ein Schritt zurück. So dürfte die Euro-Euphorie einen Dämpfer erhalten. Der Euro-Dollar-Kurs könnte in den nächsten Monaten in Richtung 1,10 fallen.

Ulrich Kirschner, CFA  
Tel.: 0 69/91 32-28 39

## 2.2 Primärmarkt Unternehmensanleihen: Q4 schlägt alle Rekorde

Das günstige Marktumfeld hat den Euro-Corporates 2017 ein weiteres Rekordjahr beschert. Im laufenden Turnus dürfte die Drosselung der EZB-Ankäufe aber für steigende Risikoprämien sorgen. Ein Rückgang der Emissionsaktivität 2018 bleibt daher nicht ausgeschlossen. Vorerst dürften die niedrigen Refinanzierungssätze aber einen schwungvollen Start ins neue Jahr unterstützen.

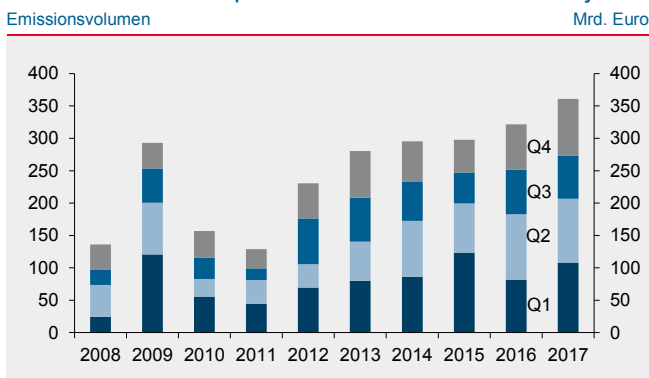
Emissionstätigkeit  
2017 erreicht neues  
Spitzenvolumen

Im Schlussquartal 2017 konnte der Primärmarkt für Euro-Corporate Bonds an die dynamische Entwicklung der vorangegangenen Quartale anknüpfen. Insbesondere der traditionell starke November sorgte dafür, dass im vierten Quartal mit einem Emissionsvolumen von knapp 88 Mrd. Euro ein neuer Spitzenwert für ein Abschlussquartal erreicht wurde. In der Summe wurde im Gesamtjahr 2017 ein neues Rekordvolumen von knapp 361 Mrd. Euro platziert – ein Plus von 12 % gegenüber dem Jahr zuvor. Auch die Anzahl der Emissionen erreichte mit knapp 600 Einzeltiteln eine bisher nie da gewesene Größenordnung.

Die Industrie- und die Automobilbranche brachten 2017 mit jeweils über 55 Mrd. Euro das höchsten Emissionsvolumen an den Markt. Bei der Anzahl der Transaktionen hatten weiterhin die Industrieunternehmen mit 101 neuen Bonds mit großem Abstand die Nase vorn. Nicht-europäische Adressen waren 2017 etwas weniger aktiv. US-amerikanische Unternehmen blieben mit einem Marktanteil von 21 % jedoch die größte Emittentengruppe. Deutsche Unternehmen folgten mit einem Volumenanteil von 18 %.

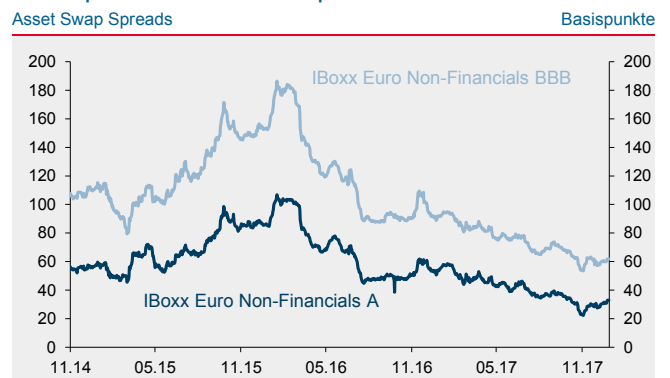
Emissionen mit einem Volumen von mehr als 1 Mrd. Euro waren etwas weniger beliebt, vereinten aber weiterhin fast ein Drittel des Marktvolumens auf sich. Nach Laufzeiten standen Unternehmensanleihen mit kürzeren Laufzeiten wieder etwas höher im Kurs. So sank der Anteil der Fälligkeiten von mehr als 7 Jahren unter die 50 %-Schwelle. Nachrang-Titel spielten mit 3,4 % weiterhin nur eine untergeordnete Rolle. High-Yield-Emittenten wagten sich 2017 wieder etwas häufiger an den Markt und platzierten mit 67 Mrd. Euro fast 20 % des Gesamtvolumens. Die BBB-Ratingklassen blieben mit fast 50 % Marktanteil gleichwohl das dominierende Segment.

### Starkes Abschlussquartal führt zu neuem Rekordjahr



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### Risikoprämien am Wendepunkt



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Höhere Risikoprämien im  
Jahresverlauf erwartet

Nicht zuletzt das Ankaufprogramm der EZB sorgte 2017 dafür, dass die Emissionspreads teils deutlich unter dem Niveau des Vorjahres lagen. Angesichts der bevorstehenden Drosselung der Zukäufe rechnen wir gleichwohl damit, dass die Risikoprämien im Verlauf des Jahres 2018 wieder ansteigen werden. Wir halten es daher im laufenden Turnus nicht für ausgeschlossen, dass sich die Emissionstätigkeit nach den deutlichen Steigerungen in den vergangenen Jahren rückläufig entwickeln könnte. Vorerst dürfte sich das Marktumfeld für die Emittenten aber weiterhin günstig gestalten und einen schwungvollen Start ins neue Jahr ermöglichen.

### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Abwärtsimpuls intakt



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	161,86	162,37	163,78
Unterstützungen:	161,18	160,53	160,26

Der Future hat sich zuletzt stabilisiert, der übergeordnete Abwärtsimpuls scheint aber noch nicht beendet zu sein. Seitdem sich Mitte Dezember der Widerstandsbereich um 163,80 als unüberwindbar herausgestellt hat, ist es zu deutlichen Verlusten und einem Rutsch unter den Oktober-Aufwärtstrend gekommen. Die Indikatoren zeichnen ein unverändert trübes Bild. Intakte Verkaufssignale, ein negatives Momentum und ein hoher ADX lassen auf weitere Verluste schließen. Sollten die Unterstützungen 161,18/20 unterschritten werden, entstünde Potenzial bis 160,26.

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

#### Euro: 2017er Hoch entscheidend



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,2092	1,2220	1,2272
Unterstützungen:	1,2000	1,1960	1,1935

Der Euro hat zu Beginn des neuen Jahres zugelegt und das markante Hoch von Ende November bei 1,1960 sowie die Marke von 1,20 problemlos überwunden. Nun kommt es darauf an, das Jahreshoch 2017, das am 8. September bei 1,2092 markiert wurde, zu überschreiten. Erst dann wäre der Weg für weitere Gewinne bis in den Bereich um 1,24 frei. Noch ist es aber nicht so weit und die überkaufte Lage im Tageschart und das ausstehende Kaufsignal im Wochenchart warnen vor zu viel Optimismus. Wichtige Unterstützungen sind um 1,20 und bei 1,1960 zu finden.

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

#### DAX überwindet zahlreiche Widerstände



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	13.350	13.466	13.535
Unterstützungen:	13.133	13.054	13.006

Zuletzt ist es dem DAX gelungen, eine Reihe von Widerständen, wie beispielsweise die Mittellinie des Price-Range-Channels (13.054), eine Strukturprojektion, die 21- und 55-Tagelinien (13.106) sowie die Begrenzung der Ichimoku-Wolke (13.130) zu überwinden. Nun gilt es abzuwarten, ob der Index über ausreichend Kraft verfügt, um auch die Widerstände bei 13.209/13.223 Zählern nachhaltig hinter sich zu lassen. Bei Letztgenannter handelt es sich um die 144er Regression, welche sich häufig als wichtige Stellschraube für die weitere Bewegungsrichtung herauskristallisiert.

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, %			
	2016	2017s	2018p	2019p	2016	2017s	2018p	2019p
Euroland	1,8	2,3	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	1,8	1,8	1,6	0,3	1,2	1,4	1,6
Italien	1,1	1,6	1,5	1,3	-0,1	1,4	1,3	1,4
Spanien	3,3	3,1	2,8	2,2	-0,3	2,0	1,6	1,7
Niederlande	2,1	3,3	2,3	2,1	0,1	1,3	1,5	1,7
Österreich	1,5	2,8	2,2	2,0	0,9	2,2	2,2	2,1
Griechenland	-0,2	1,2	2,0	2,0	0,0	1,2	1,0	1,5
Portugal	1,5	2,4	2,0	1,8	0,6	1,5	1,4	1,5
Irland	5,1	5,8	3,5	3,0	-0,2	0,3	1,2	1,5
Großbritannien	1,9	1,8	1,0	1,4	0,6	2,7	2,4	2,0
Schweiz	1,4	0,7	1,5	1,3	-0,4	0,5	0,7	1,2
Schweden	3,3	3,1	2,5	2,4	1,0	1,7	1,8	1,8
Norwegen	1,1	1,9	2,2	2,0	3,6	2,2	2,2	2,0
Polen	2,9	4,1	3,5	3,3	-0,6	1,9	2,4	2,3
Ungarn	2,2	3,7	3,3	2,5	0,4	2,4	3,0	2,7
Tschechien	2,6	4,5	3,0	2,8	0,7	2,5	2,3	2,2
Russland	-0,2	1,9	1,8	1,7	7,0	3,8	4,0	4,7
USA	1,5	2,3	2,5	2,0	1,3	2,1	2,4	2,5
Japan	0,9	1,6	1,2	1,0	-0,1	0,4	0,6	1,0
Asien ohne Japan	5,4	5,3	5,0	5,2	2,7	2,4	2,6	3,0
China	6,7	6,8	6,5	6,3	2,1	1,5	2,0	2,2
Indien	7,1	6,7	7,2	7,5	4,9	3,3	4,4	4,8
Lateinamerika	-0,7	1,2	2,0	2,2	19,5	19,0	19,5	17,0
Brasilien	-3,6	0,7	2,0	2,3	8,7	3,0	3,5	4,2
Welt	2,9	3,4	3,3	3,3	3,6	3,9	4,1	4,0

s = Schätzung, p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

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