



## Nachholeffekte am Rentenmarkt

<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 06 mit Prognosen .....	3
<b>2 Im Fokus.....</b>	<b>4</b>
2.1 Devisen: USA im Währungskrieg? .....	4
2.2 Eurozone: Wachstumszenit überschritten .....	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

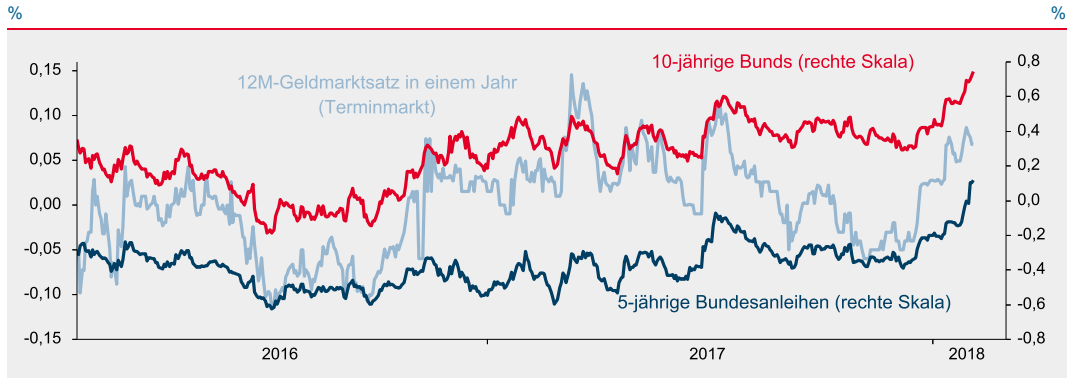
HERAUSGEBER  
 Dr. Gertrud R. Traud  
 Chefvolkswirt/  
 Leitung Research

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

## 1 Die Woche im Überblick

### 1.1 Chart der Woche

#### Renditeshift



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Rendite 10-jähriger Bunds ist zuletzt auf 0,7 % geklettert und überwand bereits im ersten Monat des noch jungen Jahres die Renditehöchststände von 2017. Der Kapitalmarktzins für 5-jährige Bundesanleihen fällt erstmals seit 2015 wieder positiv aus. Neben dem Renditeanstieg in den USA – auch hier scheint sich das Renditeniveau signifikant zu verschieben – waren es vor allem veränderte Erwartungen bezüglich der EZB-Geldpolitik, die für die fallenden Kurse verantwortlich waren. Möglicherweise verunsichern am deutschen Rentenmarkt auch die jüngsten Ideen bezüglich einer europäischen Super-Anleihe, der sogenannten Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS). Die Sätze an den Terminmärkten haben zwar noch Luft nach oben, wie unser Chart der Woche zeigt. Bremsend wirken sich hier allerdings die noch moderate Teuerung sowie der sprunghaft gestiegene Euro-Dollar-Kurs aus.

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

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

Die Zinsen steigen und steigen (S. 1). Angeführt von den USA hat sich der globale Zinszug in Bewegung gesetzt und zieht sowohl US-Treasuries als auch Bundesanleihen auf beinahe schon vergessene Renditegipfel hoch. Während die Verzinsung für US-Treasuries im vergangenen Jahr unter Schwankungen auf der Stelle trat, wird nun in den ersten Wochen des neuen Jahres scheinbar alles nachgeholt. Allein in der abgelaufenen Handelswoche kletterte die Verzinsung für 10-jährige US-Staatsanleihen 17 Basispunkte bis auf knapp 2,8 %. Damit ist es nur noch ein kleiner Schritt bis zu unserem Jahresendziel von 3 % – ein Wert, der zuletzt Ende 2013 erreicht wurde. Indes müssen sich Bundesanleihen hinter dieser Entwicklung nicht verstecken. So rentieren 10-jährige Bunds um 0,7 % auf einem 2-Jahreshoch, was vor dem Hintergrund einer immer noch äußerst zurückhaltenden EZB durchaus beachtlich ist. Auch in diesem Fall ist unser Jahresendziel von 1 % in Reichweite gerückt. Doch was ist der Auslöser dieser Entwicklung? Haben die Inflationsrisiken signifikant zugenommen, so dass die Geldpolitik die Zügel schneller und deutlicher wird straffen müssen?

Wir meinen nein. Vielmehr wird insbesondere an den US-Rentenmärkten nun das nachgeholt, was im vergangenen Jahr ausgeblieben ist. Die US-Notenbank setzt ihren graduellen Zinserhöhungskurs fort. Für 2018 rechnen wir mit drei Zinsschritten, wobei der erste auf der nächsten FOMC-Sitzung im März erfolgen dürfte. Für die EZB steht erst einmal die Reduzierung des Kaufprogramms bis hin zum Auslaufen Ende des Jahres im Fokus. Darüber hinaus ist nicht mit einem kräftigen Anziehen des Verbraucherpreisanstiegs zu rechnen. Seit 2017 findet lediglich eine „Normalisierung der Inflation“ in Richtung 2 % statt, die nun endlich an den Rentenmärkten angemessen berücksichtigt wird. Sonst bleibt alles beim Alten. So hat die japanische Notenbank zuletzt ihre Bondkäufe aufgestockt und bis zuletzt ein Aufspringen auf „Normalisierungszug“ ausgeschlossen.

Dennoch bringt die Zinskorrektur Aktien in Bedrängnis. Aber auch hier wird u.E. nachgeholt, worauf wir seit geraumer Zeit hinweisen: Aktien sind vergleichsweise hoch bewertet und in Phasen steigender Zinsen korrekturanfällig, trotz des weiterhin guten Wachstumsumfelds sowohl in den USA als auch im Euroraum (S. 5). Die anstehende datenarme Berichtswoche könnten Anleger für eine Verschnaufpause nutzen und ggf. über den Euro-Dollar-Kurs (S. 4) nachdenken.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018
	31.12.2017	25.01.2018				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	-3,7	0,1	1,25	1,10	1,15	1,15
Japanischer Yen	-1,0	-0,7	137	127	125	125
Britisches Pfund	1,4	-0,1	0,88	0,85	0,90	0,90
Schweizer Franken	0,9	0,7	1,16	1,12	1,15	1,17
	in Bp		%			
3M Euribor	0	0	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30
3M USD Libor	8	2	1,78	1,90	2,15	2,15
10 jähr. Bundesanleihen	29	11	0,72	0,70	0,80	0,80
10 jähr. Swapsatz	21	9	1,10	1,10	1,15	1,15
10 jähr. US-Treasuries	38	17	2,79	2,60	2,80	2,80
	%		Index			
DAX	0,7	-2,2	13.004	12.800	12.500	11.500
	%					
Brentöl \$/B	4,2	-1,1	70	60	62	59
Gold \$/U	3,5	0,1	1.349	1.360	1.370	1.400

\*Schlusskurse vom 01.02.2018

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 1.3 Finanzmarktkalender KW 06 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Montag, 05.02.2018</b>						
11:00	EZ	Dez	Einzelhandelsumsätze			
			% m/m, s.a.	-1,0	-1,0	1,5
			% y/y, s.a.	1,8	1,8	2,8
16:00	US	Jan	ISM-Index außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes	56,0	56,5	55,9
<b>Dienstag, 06.02.2018</b>						
08:00	DE	Dez	Auftragseingänge			
			% m/m, s.a.	-0,5	0,5	-0,4
			% y/y, s.a.	2,0	k.A.	8,7
14:30	US	Dez	Handelsbilanzsaldo, Mrd. \$	-50,0	-52,1	-50,5
<b>Mittwoch, 07.02.2018</b>						
08:00	DE	Dez	Industrieproduktion			
			% m/m, s.a.	0,0	-0,6	3,4
			% y/y, s.a.	7,6	k.A.	5,6
<b>Donnerstag, 08.02.2018</b>						
08:00	DE	Dez	Handels-/Leistungsbilanz, Mrd. €, n.s.a.	20,0 / 25,0	20,0 / k.A.	23,7 / 25,4
13:00	UK		BoE Inflationsbericht			
14:30	US	03. Feb	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	230	k.A.	230
15:00	US		Minneapolis Fed Präsident Kashkari			
<b>Freitag, 09.02.2018</b>						

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

### 2.1 Devisen: USA im Währungskrieg?

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

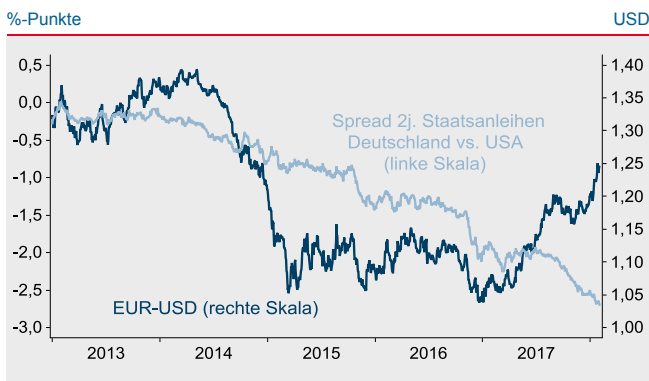
Der US-Dollar fällt und fällt. Sind nun etwa die USA zum Währungsmanipulateur geworden? Das fundamentale Bild stützt dagegen eher den US-Dollar. Eine Erholung ist wahrscheinlich.

Und schon wieder versinkt die Welt im Währungskrieg. Diesmal sind die Amerikaner schuld. US-Finanzminister Mnuchin sagte, ein schwacher Dollar sei gut für die USA. Die US-Währung steht unter Druck, der Euro-Dollar-Kurs notierte zuletzt um 1,25, auch wenn Präsident Trump danach ein Loblied vom „stärkeren Dollar“ sang. Der Vergleich zu anderen Währungen zeigt, dass der diesjährige Kursanstieg mehr auf einer allgemeinen Dollar-Schwäche denn auf einer Euro-Stärke beruht.

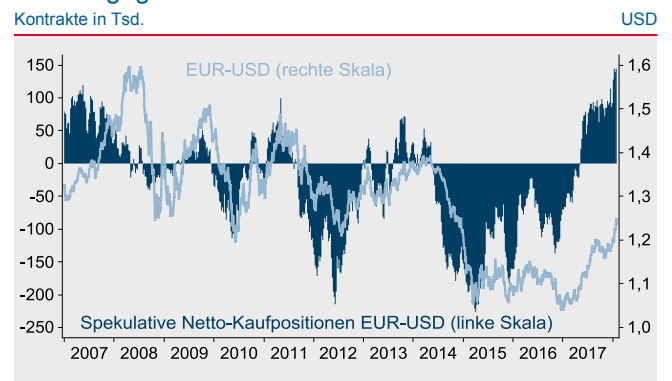
Manipulieren die USA?

Im Gegensatz zu Trumps Worten werden die Aussagen Mnuchins am Devisenmarkt ernster genommen. Offen ist, ob er sein Statement wirklich gezielt gegeben hat. Sind sie Vorboten eines Währungs- oder Handelskriegs? Laut Lehrbuch sind Zölle und Währungsabwertung mehr oder weniger Substitute. Sollten die USA tatsächlich in signifikantem Ausmaß protektionistische Maßnahmen ergreifen und damit die Leistungsbilanz verbessern, müsste der US-Dollar demnach aufwerten. Jedoch könnten durch Zölle verärgerte Geldgeber der USA ihren Kapitalzufluss einschränken, was die Währung belasten würde. Ohnehin ist unklar, ob die USA einen massiven protektionistischen Kurs einschlägt. Kann die Regierung stattdessen ihre eigene Währung wirklich dauerhaft schlecht reden? Letztlich dürften auch am Devisenmarkt Taten mehr als Worte zählen. In den USA ist der Finanzminister formell für den Wechselkurs zuständig. Theoretisch könnte das Ministerium am Devisenmarkt zulasten der eigenen Währung intervenieren. Praktisch ist das aber so noch nie vorgekommen. Gewöhnlich werden Wechselkurse vor allem von der Zinspolitik beeinflusst. Die US-Notenbank gilt als unabhängig, wenngleich die Gouverneure von der Regierung ernannt werden. Falls die Fed etwa auf Druck der Regierung ihren Zinserhöhungszyklus abbrechen oder zumindest stark drosseln würde, käme das der Definition des „Währungskriegs“ durchaus nahe. Nur genau das geschieht sehr wahrscheinlich nicht.

#### US-Dollar mit deutlichem Renditevorteil



#### Wetten gegen den US-Dollar auf Rekordniveau



Dollar-Erholung  
wahrscheinlich

Die Fed bestätigte jüngst ihren Ausblick. Im März dürfte sie ihre nächste Zinserhöhung vornehmen, danach werden mutmaßlich zwei weitere Schritte bis zum Jahresende erfolgen. Entsprechend klettern die US-Renditen und machen den Greenback attraktiver. Der Renditevorteil gegenüber dem Euro nahm bei kürzeren Laufzeiten sogar noch zu, da die EZB ihren geldpolitischen Kurswechsel deutlich langsamer angeht. Ohne eine Kurskorrektur in der Geldpolitik oder eine drastisch andere Handelspolitik ist die These des Währungskriegs mit Vorsicht zu genießen. Das negative Sentiment bzw. einseitige Positionierungen gegen die US-Währung sprechen eher für eine Korrektur des Euro-Dollar-Kurses – von den Zinsdifferenzen ganz zu schweigen. Selbst bei der Wachstumsdynamik überholt die USA wieder die Eurozone. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte in den nächsten Monaten deutlich unter 1,20 fallen.

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

## 2.2 Eurozone: Wachstumszenit überschritten

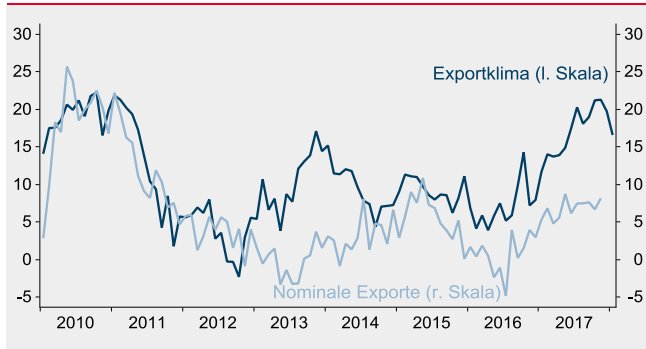
Die Dynamik in der Eurozone dürfte 2018 hoch bleiben, aber nachlassen. Frankreich hat aufgeholt, Italien hinkt hinterher. Die deutschen Industriezahlen sollten die aktuell gute Konjunktur bestätigen.

Noch sehr hohe Dynamik

Das Wirtschaftswachstum der Eurozone lag im vierten Quartal mit 0,6 % gegenüber den drei Monaten zuvor nur wenig unter den Spitzenwerten davor – also kein Grund zur Besorgnis. Allerdings dürfte der Wachstumshöhepunkt bereits hinter uns liegen. Immerhin hat der Euro gegenüber dem US-Dollar seit Anfang 2017 um 18 % aufgewertet. Dies verteuert europäische Waren im Ausland. Gegenüber den wichtigsten Handelswährungen liegt das Plus bei über 8 %. Auch der Ölpreis wirkt sich schon seit längerem nicht mehr positiv aus: In Euro gerechnet ist er seit dem Tiefpunkt Anfang 2016 um mehr als 60 % gestiegen. Andererseits haben die Investitionen zuletzt weltweit an Fahrt gewonnen und die Rahmenbedingungen für den Konsum sind mit sich bessernder Beschäftigung und steigenden Einkommen weiterhin positiv. Trotzdem dürften sich die zuletzt hohen Expansionsraten allmählich dem niedrigeren Wachstumspotenzial annähern. Die Frühindikatoren scheinen dies zu stützen. So hat die Lageeinschätzung der deutschen Unternehmen das ifo-Geschäftsklima zwar auf sehr hohem Niveau gehalten, die Erwartungskomponente hingegen sank bereits zwei Mal in Folge. Auch die Exporterwartungen sind zuletzt zurückgegangen. Der zunehmend um sich greifende protektionistische Politikstil dürfte hierzu beigetragen haben. Größere Wachstumsängste sind allerdings nicht gerechtfertigt. Nach einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in der Eurozone und in Deutschland von kalenderbereinigt jeweils 2,5 % dürften 2018 etwa 2 % erreicht werden.

### Deutsches Exportklima zuletzt eingetrübt

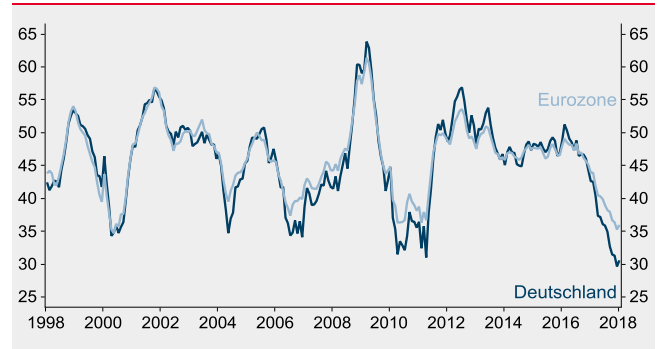
Saldo bzw. % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Extrem lange Lieferzeiten begrenzen Wachstum

Einkaufsmanagerindizes, Lieferzeiten im Verarbeitenden Gewerbe, saisonbereinigt



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Frankreich ist wieder da

Frankreich ist die eigentlich große Überraschung in der Eurozone. Mit 0,6 % expandierte die dortige Wirtschaft im vierten Quartal immerhin durchschnittlich. In den letzten sechs Quartalen legte das Land jeweils mindestens um 0,5 % zu. Die Wachstumsschwäche ist damit überwunden. Die Reformen der Vorgängerregierung und der große wirtschaftsfreundliche Veränderungsschub bei Steuern und am Arbeitsmarkt durch die aktuelle französische Regierung scheinen erste Früchte zu tragen. Unsere BIP-Prognose von 1,8 % in diesem Jahr ist vor diesem Hintergrund als eher verhalten zu bezeichnen. In Italien hingegen war eine wirklich zunehmende Dynamik bislang nicht zu verzeichnen. Die Q4-Ergebnisse dürften nicht an den Durchschnitt der Eurozone herangereicht haben. Auch nach der Wahl am 4. März wird es nicht zu einer politischen Aufbruchsstimmung wie in Frankreich kommen. Spanien legte mit einem Quartalswachstum von 0,7 % erneut kräftig zu.

In der Berichtswoche werden die deutschen Industrieindikatoren für den Dezember veröffentlicht. Nachdem die Auftragseingänge in den letzten Monaten einen so starken Schub erlebt haben, sollte die Produktion am Jahresende trotz des Sprungs zuvor stabil ausfallen. Wetterbedingte Einbußen hat es nicht gegeben und die Lageeinschätzung der Unternehmen ist positiv. 2017 ist die Produktion im Produzierenden Gewerbe inklusive des Baus mit etwa 3,5 % deutlich stärker gestiegen als im Jahr zuvor (1,2 %).

### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Unverändert unter Druck



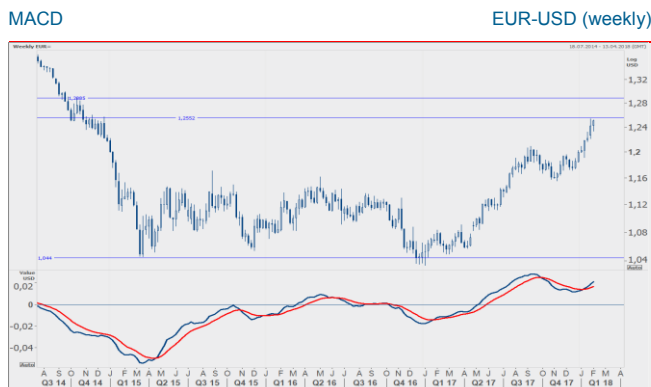
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	160,48	160,75	161,13
Unterstützungen:	158,00	157,60	156,50

Ein neues Kontraktief beim Bund-Future wurde in der abgelaufenen Woche bei 158,00 markiert. Aufseiten der quantitativen Indikatoren kann zudem keine Entwarnung gegeben werden, denn MACD und DMI stehen sowohl auf Tagesbasis als auch im Wochenchart auf Verkauf. Insgesamt deuten die Überverkaufssignale von RSI und Stochastic zwar auf Erholungschancen hin. Positive Divergenzen haben sich jedoch bislang nicht ausgebildet. Eine erste Haltemarke unterhalb des Kontraktiefs lässt sich bei 157,60 ermitteln, hergeleitet vom fortlaufenden Kontrakt.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

#### Euro: Widerstände im Blick



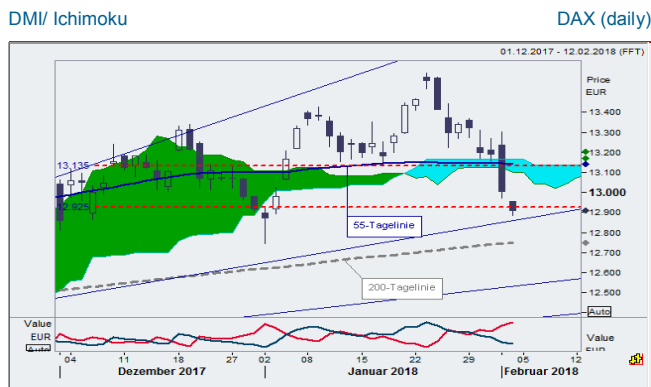
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,2537	1,2570	1,2600
Unterstützungen:	1,2335	1,2212	1,2163

Der Euro konnte sich in den letzten Tagen knapp unterhalb des Dreijahreshochs bei 1,2537 etablieren und dieses bleibt somit in Reichweite. Auf Wochenbasis steigen die Indikatoren weiter an und auch im Tageschart überwiegen Kaufsignale. Die überkaufte Marktlage mahnt zwar vor zu viel Optimismus und der Stochastic kann die aktuellen Hochs nicht mehr begleiten. Starke Anzeichen für eine Korrektur gibt es aber nicht. Jenseits der Marke 1,2537 finden sich die nächsten Hürden bei 1,2570 und 1,2600. Danach eröffnet sich Raum bis in den Bereich 1,2885.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

#### DAX: Wichtige Unterstützungen durchbrochen



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	13.025	13.147	13.198
Unterstützungen:	12.814	12.749	12.663

Von technischer Seite offenbarte der DAX bereits seit geraumer Zeit Schwächezeichen. In diesem Zusammenhang kann beispielsweise das in der vergangenen Woche ausgelöste Shortsignal des DMI angeführt werden. Mit dem am Donnerstag eingeleiteten Abwärtsimpuls wurde eine Reihe wichtiger Unterstützungen durchbrochen und der tertiäre Trend negativ. Auch im mittelfristigen Zeitfenster muss mit einem Richtungswechsel gerechnet werden. Sollte der DAX heute unterhalb der 12.889er Marke schließen, würde die 200-Tagelinie (12.749) in den Fokus rücken.

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	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	1,9	1,8	1,6	0,3	1,2	1,4	1,6
Italien	1,1	1,6	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	3,3	2,3	2,1	0,1	1,3	1,5	1,7
Österreich	1,5	2,9	2,4	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	2,4	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	4,6	3,5	3,3	-0,6	2,0	2,4	2,3
Ungarn	2,2	3,7	3,3	2,5	0,4	2,3	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	6,9	6,5	6,3	2,1	1,6	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	-3,5	0,7	2,0	2,3	8,7	3,0	3,5	4,2
Welt	2,9	3,5	3,4	3,3	3,6	3,9	4,1	4,0

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

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