



Wie gewonnen...

1 Die Woche im Überblick	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 07 mit Prognosen	3
2 Im Fokus	4
2.1 Aktien: Korrektur im Zeitraffer	4
2.2 USA: Besser als gedacht	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

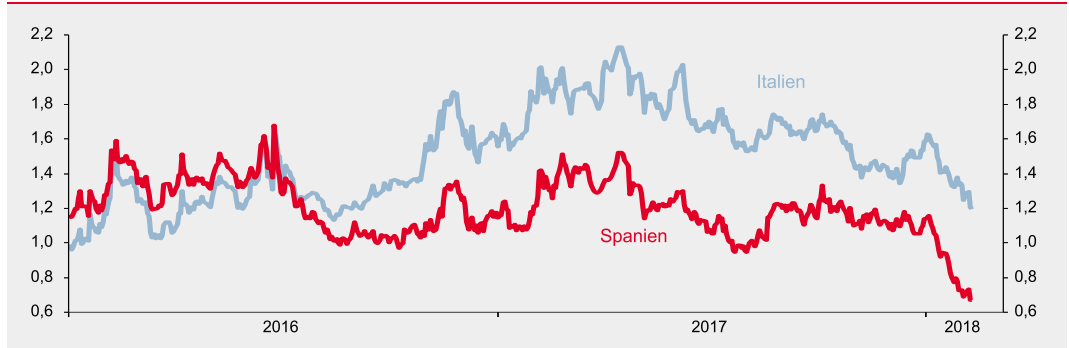
Helaba
 Landesbank
 Hessen-Thüringen
 MAIN TOWER
 Neue Mainzer Str. 52-58
 60311 Frankfurt am Main
 Telefon: 0 69/91 32-20 24
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Gesunkene Risikoaufschläge im Euroraum

Renditespread 10-jähriger Staatsanleihen gegenüber Bunds, Prozentpunkte



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Während Bundesanleihen in diesem Jahr bereits erhebliche Kursverluste verzeichneten, weisen Staatsanleihen aus anderen Euroländern sogar Kursgewinne aus. Die Renditeabstände haben sich aufgrund der verbesserten Konjunkturlage teilweise deutlich reduziert. So sank der Spread 10-jähriger spanischer Staatsanleihen gegenüber Bunds erstmals seit acht Jahren unter 0,7 Prozentpunkte. Dazu ein historischer Vergleich: Vor der Finanzkrise lag der Abstand bei null. Während der Euro-Krise 2012 wurden Risikoaufschläge von über sechs Prozentpunkten vom Anleger eingefordert. Zur jüngsten Entspannung dürften sowohl neuerliche Überlegungen zu einer europäischen Super-Anleihe als auch die Koalitionsbildung in Berlin mit dem Bekenntnis zu stabilitätsstiftenden Reformen in Europa beigetragen haben. Aufgrund der am 4. März anstehenden Parlamentswahlen war die Spreadeinengung bei italienischen Staatsanleihen nicht so ausgeprägt. Die politischen Risiken sind angesichts des modifizierten Wahlgesetzes allerdings überschaubar. Interessant aus EZB-Sicht: Die jüngsten Überlegungen in Richtung einer weniger expansiven Geldpolitik haben dem Euro-Rentenmarkt per saldo kaum geschadet.

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

Wie gewonnen, so zerronnen. Der Ausverkauf an den Aktienmärkten (S. 4) hat sich in der zurückliegenden Woche fortgesetzt. Hatte es zunächst den Anschein, an den Märkten würde lediglich „durchgeatmet“, so wurden die Anleger nun eines Besseren belehrt. Aktien weltweit mussten deutlich Federn lassen. Aus den durchaus ansehnlichen Gewinnen zu Jahresbeginn sind Verluste geworden. Der deutsche Leitindex DAX hat in der ablaufenden Handelswoche knapp 6 % verloren und notiert derzeit auf dem Niveau vom September 2017. Der Cocktail aus hoher Bewertung und laufendem US-Zinserhöhungszyklus ist den Anlegern nicht bekommen. Schon blicken die ersten wieder in Richtung US-Notenbank und hoffen angesichts der gestiegenen Marktvolatilität auf den „Fed put“ – also auf eine Versicherung gegen die Abwärtsbewegung.

Dieser Hoffnung wurde jedoch eine Absage erteilt. So hat die Präsidentin der Kansas City Fed die Bedeutung weiterer Zinserhöhungen angesichts der soliden US-Konjunktur (S. 5), steigender Regierungsausgaben sowie einer stimulierenden Steuerreform hervorgehoben. Die Fed plant demnach weiter mit drei Zinsschritten für dieses Jahr und ebenso für 2019, wobei die erste Anhebung für März ansteht. Deshalb gerieten auch Renten in der ablaufenden Handelswoche etwas unter Abgabedruck, wobei sich die Kursverluste in Grenzen hielten. Obwohl 10-jährige US-Treasuries weiterhin auf einem 4-Jahreshoch tendieren, wurde der Zinsanstieg zuletzt durch eine Safe-Haven-Bewegung in Renten gebremst. Staatsanleihen könnten in den kommenden Wochen von ihrem Status als sicherer Anlaghafen wieder etwas profitieren. Das Umfeld für deutsche Bundesanleihen wird jedoch nach dem geschlossenen Koalitionsvertrag in Deutschland schwierig bleiben. Die Europapolitik der neuen Bundesregierung könnte sich deutlich in Richtung der Verteilungspläne des französischen Präsidenten Macron bewegen. Deshalb zeigen europäische Anleihen der Peripherie relative Stärke gegenüber Bunds (S. 1).

An den Devisenmärkten profitierten ebenso die klassischen Safe-Haven-Währungen. Dazu gehört neben dem Japanischen Yen sowie dem Schweizer Franken eigentlich auch der US-Dollar. Immerhin rund 2 % hat der Greenback gegenüber dem Euro in der vergangenen Handelswoche aufgewertet. Dennoch finden die transatlantischen Zinsdifferenzen bislang keinerlei Beachtung. Obwohl wir unsere Euro-Dollar-Prognose für das erste Quartal angehoben haben, gehen wir weiterhin davon aus, dass der Zinsspread klar für eine Dollarerholung spricht.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018
	31.12.2017	01.02.2018				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	-2,0	2,1	1,22	1,20 (1,10)	1,15	1,15
Japanischer Yen	1,6	2,7	133	132 (127)	125	125
Britisches Pfund	0,9	-0,4	0,88	0,85	0,90	0,90
Schweizer Franken	2,1	1,1	1,15	1,12	1,15	1,17
	in Bp		%			
3M Euribor	0	0	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30
3M USD Libor	11	1	1,80	1,90	2,15	2,15
10 jähr. Bundesanleihen	34	4	0,76	0,70	0,80	0,80
10 jähr. Swapsatz	24	3	1,12	1,10	1,15	1,15
10 jähr. US-Treasuries	42	3	2,82	2,60	2,80	2,80
	%		Index			
DAX	-5,1	-5,7	12.260	12.300 (12.800)	12.000 (12.500)	11.500
	%					
Brentöl \$/B	-3,1	-6,9	65	65 (60)	67 (62)	65 (59)
Gold \$/U	1,2	-2,2	1.319	1.360	1.370	1.400

*Schlusskurse vom 08.02.2018

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 07 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 12.02.2018						
Dienstag, 13.02.2018						
14:00	US		Cleveland Fed Präsidentin Mester			
Mittwoch, 14.02.2018						
08:00	DE	Q4	BIP detailliert % q/q, s.a., kalenderbereinigt % y/y, s.a., kalenderbereinigt	0,5 2,9	0,6 3,0	0,8 2,8
11:00	EZ	Dez	Industrieproduktion % m/m, s.a. % y/y, s.a.	0,5 4,7	-0,2 k.A.	1,0 3,3
11:00	EZ	Q4	BIP detailliert % q/q % y/y	0,6 2,7	0,6 2,7	0,7 2,8
14:30	US	Jan	Einzelhandelsumsätze, % m/m	0,2	0,3	0,4
14:30	US	Jan	Einzelhandelsumsätze ohne Pkw s, % m/m	0,6	0,5	0,4
14:30	US	Jan	CPI Konsumentenpreise % m/m % y/y	0,3 1,9	0,4 2,0	0,1 2,1
14:30	US	Jan	CPI ohne Energie & Nahrungsmittel % m/m % y/y	0,2 1,7	0,2 1,7	0,2 1,8
16:00	US	Dez	Lageraufbau; % m/m	0,4	0,3	0,4
Donnerstag, 15.02.2018						
14:30	US	Feb	Philadelphia Fed; Index	20,0	21,0	22,2
14:30	US	Jan	PPI Erzeugerpreise, % m/m	0,3	0,4	-0,1
14:30	US	Jan	PPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % m/m	0,2	0,2	-0,1
14:30	US	Feb	Empire State Umfrage; Index	17,0	17,9	17,7
14:30	US	10. Feb	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	225	k.A.	221
15:15	US	Jan	Industrieproduktion, % m/m	0,4	0,2	0,9
15:15	US	Jan	Kapazitätsauslastung; %	78,2	78,0	77,9
16:00	US	Feb	NAHB Housing Index	73	72	72
Freitag, 16.02.2018						
14:30	US	Jan	Baubeginne % m/m Tsd (JR)	3,2 1230	2,8 1225	-8,2 1192
14:30	US	Jan	Baugenehmigungen % m/m Tsd (JR)	0,8 1310	0,0 1300	-0,2 1300
16:00	US	Feb	Verbrauchervertrauen (UoM); vorl. Index	95,0	95,5	95,7

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

Markus Reinwand, CFA
Tel.: 069/91 32-47 23

Überzogene Erwartungen
werden berichtigt

2.1 Aktien: Korrektur im Zeitraffer

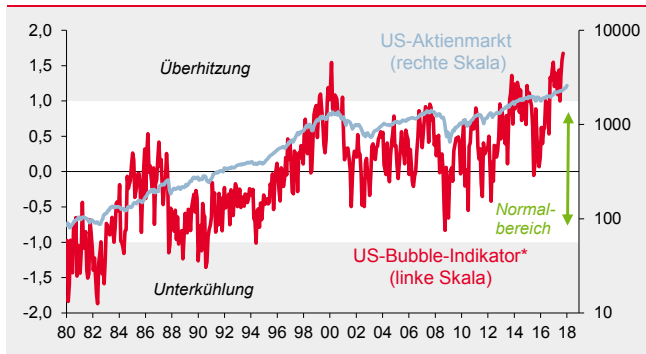
Die extreme Sorglosigkeit der vergangenen Monate hat sich schlagartig verflüchtigt. Nun droht die Stimmung in Panik umzuschlagen. Durch die heftigen Kurskorrekturen hat sich das Chance-Risiko-Verhältnis für Euro-Aktien zwar etwas verbessert. Die Bereinigung am US-Aktienmarkt ist jedoch noch nicht beendet. Insgesamt kann daher vorerst keine Entwarnung gegeben werden.

Nach einem positiven Start ins neue Jahr haben an den Aktienmärkten zuletzt kräftige Korrekturen eingesetzt. Die international führenden Indizes sind damit in die Verlustzone gerutscht. Nun scheint sich zu rächen, dass die Anleger ein zu rosiges Szenario nach dem Motto „das Wachstum läuft, aber die Zinsen bleiben dennoch unten“ eingepreist hatten. Wir haben in den vergangenen Monaten mehrfach auf die gefährliche Mischung aus extremer Sorglosigkeit und hoher Bewertung hingewiesen und eine Korrektur überzogener Erwartungen prognostiziert. Diese vollzieht sich nun augenscheinlich im Zeitraffer.

Bei Euro-Aktien hat sich durch die jüngsten Kursabschläge die akute Überhitzung abgebaut. Der DAX ist inzwischen in das von uns für 2018 prognostizierte faire Bewertungsband (10.500 bis 13.500 Punkte) zurückgekehrt. Das zuvor recht ungünstige Chance-Risiko-Verhältnis hat sich damit wieder etwas verbessert. Für eine Entwarnung ist es dennoch zu früh. Risiken birgt insbesondere die noch immer zu hohe Bewertung der US-Leitindizes. Diese bewegt sich weiterhin deutlich oberhalb des langfristigen Normalbandes. Für eine Phase steigender Leitzinsen ist dies ausgesprochen ungewöhnlich und wird nun folgerichtig von den Anlegern korrigiert. Immerhin hatte unser „Bubble-Indikator“ für den US-Aktienmarkt zuletzt ähnlich hohe Werte wie zum Ende des sogenannten New Economy Booms im Jahr 2000 aufgewiesen. Für diesen Übertreibungsindikator haben wir die wichtigsten Bewertungskennziffern, den Anteil von Aktienoptimisten und den Anteil an kreditgehebelten Aktienkäufen zusammengefasst. Während die Überbewertung noch nicht das Ausmaß von 2000 erreicht hatte, waren der in Umfragen gemessene Optimismus und der Anteil kreditfinanzierter Aktienkäufe zuletzt schon höher als damals.

Überhitzte US-Aktienmärkte als Auslöser

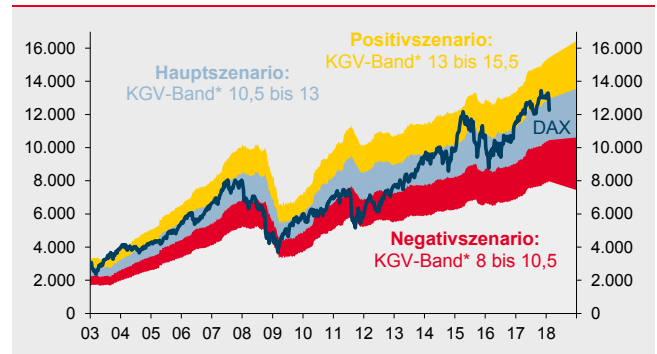
Abweichung vom Mittelwert in Standardabweichungen Index, log. Skala



Komponenten: Bewertung, Stimmung, Anteil kreditfinanzierte Aktienkäufe
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

DAX zurück im Normalband

Index



* auf Basis der Gewinnsschätzungen für die kommenden 12 Monate
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Noch keine Entwarnung

So schmerzhaft die aktuellen Kursabschläge auch sein mögen – die Korrektur verhindert das Entstehen einer „Megablase“, die über kurz oder lang zu noch deutlicheren Verwerfungen geführt hätte. Die Bereinigung an den US-Aktienmärkten ist aus unserer Sicht aber noch nicht abgeschlossen. Daher wäre es verfrüht, bei Aktien schon wieder eine offensivere Positionierung vorzunehmen. Für mittelfristig orientierte Anleger bietet die gegenwärtige Kursschwäche gleichwohl die Möglichkeit zu selektiven Käufen. Da das Tempo der Korrektur schneller als von uns ursprünglich prognostiziert ausfällt, haben wir unsere kurzfristigen Prognosen für DAX und EURO STOXX 50 etwas reduziert. An unserem DAX-Band für 2018 sowie an unserem Jahresendziel von 12.300 Punkten halten wir fest.

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

2.2 USA: Besser als gedacht

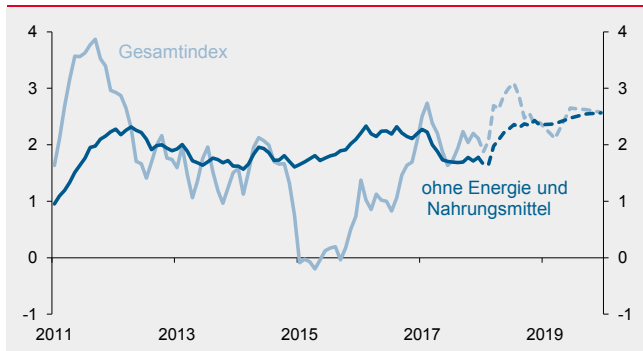
Wir passen unsere Wachstums- und Inflationsprognosen für die USA nach oben an. Das grundlegende Szenario bleibt jedoch erhalten – entsprechend ergibt sich für die Fed kein nennenswerter zusätzlicher Handlungsbedarf.

Aktuell hohe Dynamik

Die gute Stimmung (ISM-Indizes nahe 60), der erhebliche Schwung zum Jahresausklang (Vorjahresrate beim realen Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal bei 2,5 %) und nicht zuletzt die Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen (Q4: 8,8 % über Vorjahr) sprechen dafür, dass das durchschnittliche Wachstum im Jahr 2018 etwas höher ausfällt als wir bisher prognostiziert haben. Wir tragen dieser Entwicklung Rechnung, indem wir die Prognose für 2018 von 2,5 % auf 2,8 % anheben. Dabei verschiebt sich der Quartalsverlauf für das gesamte Jahr leicht nach oben. Damit steigt auch das Wachstum für 2019 leicht von 2,0 % auf 2,2 %. Insgesamt bleiben wir aber bei unserem Szenario, dass sich die US-Wirtschaft bereits nahe dem Hochpunkt im aktuellen Mini-Zyklus befindet.¹

Inflation: Gesamtrate nimmt Kurs auf 3 %

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

(Wann) Kommt endlich die Straffung?

Nominaler Monetary Conditions Index (MCI), Dez-95 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zusätzlich passen wir unsere Ölpreisprognose nach oben an. Dies hat auch Folgen für den Verbraucherpreisindex. Im Jahresdurchschnitt 2018 dürfte der Gesamtindex um 2,6 % zulegen (bisher: 2,4 %). Temporär wird – mit Hilfe von Basiseffekten, d.h. geringen Zuwächsen vor Jahresfrist – im Frühjahr wohl eine Vorjahresrate von 3 % erreicht.

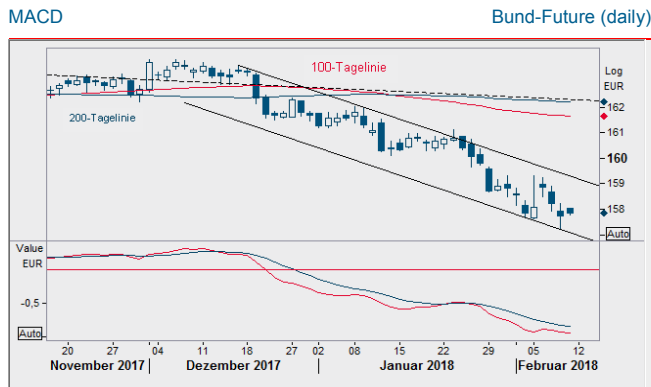
Weiterhin drei Zinsschritte
2018 erwartet

Kann die Fed angesichts dieser Entwicklung bei Konjunktur und Teuerung ihren bisherigen graduellen Zinserhöhungskurs beibehalten? Wie wir seit langer Zeit argumentieren, ist der Kurs der Notenbank, für den die nun ausgeschiedene Chefin Janet Yellen gerade von vielen Seiten gelobt wurde, mit erheblichen Risiken behaftet: Erstens droht die lange Periode mit Niedrigzinsen und einer aufgeblähten Notenbankbilanz Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten Vorschub zu leisten. In dem Umfang, in dem aktuelle Bewertungen an Aktien- und Rentenmärkten von einer dauerhaft expansiven Politik der Notenbank abhängen, steigt die Gefahr, dass die Fed irgendwann nur angemessen auf Konjunktur und Inflation reagieren kann, wenn sie bereit ist, eine spürbare Korrektur oder sogar einen Crash an den Märkten hinzunehmen. Zweitens ist der bisherige „vorsichtige“ Kurs der Fed insofern nach hinten losgegangen als die monetären Bedingungen sich nicht im Einklang mit dem Leitzins verschärft haben. Wegen steigenden Aktienkursen, einem schwächeren Dollar und nur unterproportional anziehenden Langfristzinsen wurden die effektiven Finanzierungsbedingungen seit der „Zinswende“ im Dezember 2015 per saldo eher lockerer statt restriktiver. Unsere Erwartung einer Straffung dieser Bedingungen im vergangenen Jahr wurde enttäuscht – auch dies eine Ursache, warum die Konjunktur aktuell besser läuft als erwartet. Trotzdem signalisieren die Notenbanker weiterhin keinen Kurswechsel. Wir bleiben daher bei unserer Prognose von drei Zinsschritten in diesem Jahr – auch wenn das Risiko einer zusätzlichen Zinserhöhung durch die höhere Teuerung und das stärkere Wachstum zunimmt.

¹ Wir gehen in der Berichtswoche in einem „USA Aktuell“ näher auf die Prognoseänderung ein.

3 Charttechnik

Bund-Future: Abwärtstrend tonangebend



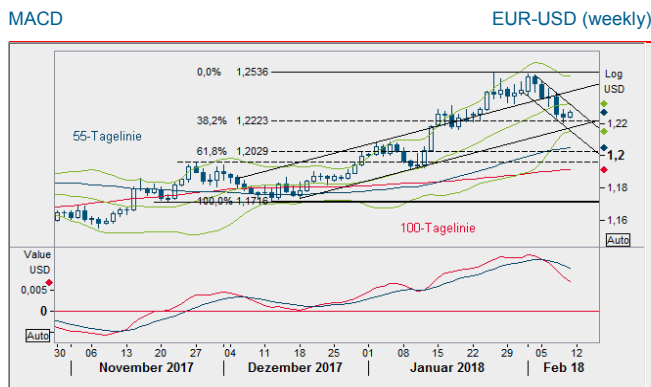
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	158,92	159,31	160,11
Unterstützungen:	157,26	155,03	154,81

Der Future hat sich unter hohen Schwankungen weiter abgeschwächt. Damit bleibt der seit Mitte Dezember zu beobachtende Abwärtstrend tonangebend. Die Widerstandslinie verläuft bei 159,31. Trotz der Verluste hat sich die überverkaufte Marktlage weitgehend abgebaut, sodass von dieser Seite keine Erholungsphase zu erwarten ist. Auch der Wochenchart zeichnet ein unverändert trübes Bild. Sollte das jüngste Kontrakttief bei 157,26 unterschritten werden, entstünde Abwärtspotenzial bis 154,80/155,00. Hier liegen markante Tiefs vom November 2015.

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

Euro: Erstes Retracement erreicht



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,2330	1,2570	1,2600
Unterstützungen:	1,2210	1,2433	1,2536

Der Euro hat bereits 38,2 % seines Aufwärtsimpulses von Dezember bis Ende Januar korrigiert. Unterhalb des Retracements (1,2223) sind weitere Haltemarken zu finden, unter anderem das markante Tief von Mitte Januar bei 1,2163 und der Dezember-Aufwärtstrend bei 1,2176. Ein Test dieser Marken ist möglich, denn im Tageschart stehen MACD, Stochastic und DMI im Verkauf und auch im Wochenchart drehen die Indikatoren gen Süden. Bei Unterschreiten könnte sich die Korrektur bis 1,2029 ausweiten. Erste Widerstände gibt es um 1,2330 und bei 1,2405.

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

DAX: Mehr als eine Korrektur?



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	12.300	12.378	12.540
Unterstützungen:	12.084	11.935	11.868

Bevor der dynamische Abwärtsimpuls am deutschen Aktienmarkt eingeleitet wurde, konnten mit einem ausreichend großen Vorlauf verschiedene Warnhinweise ausgemacht werden. Zu nennen sind beispielsweise das Short-Signal beim DMI, der Rutsch unter die Ichimoku-Wolke sowie die Richtungswechsel auf kurz- und mittelfristiger Zeitebene. Mittlerweile wurden zudem die 144- und 200-Tagelinien durchbrochen und damit ist der langfristige Trend negativ. Angesichts des hohen Abwärtsmomentums zeichnet sich aktuell kein Ende der Abwärtsbewegung ab.

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	2,7	2,3	0,1	1,3	1,7	2,5
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	2,5	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	1,8	1,9	1,8
Norwegen	1,1	1,9	2,2	2,0	3,6	1,9	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	2,8	2,2	1,3	2,1	2,6	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	2,9	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	3,8	4,7	4,8
Lateinamerika	-0,7	1,2	2,0	2,2	20,0	20,5	21,0	17,0
Brasilien	-3,5	0,7	2,0	2,3	8,7	3,4	3,6	4,2
Welt	2,9	3,5	3,4	3,4	3,7	4,0	4,4	4,0

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

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