



## Fehlendes Vertrauen

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

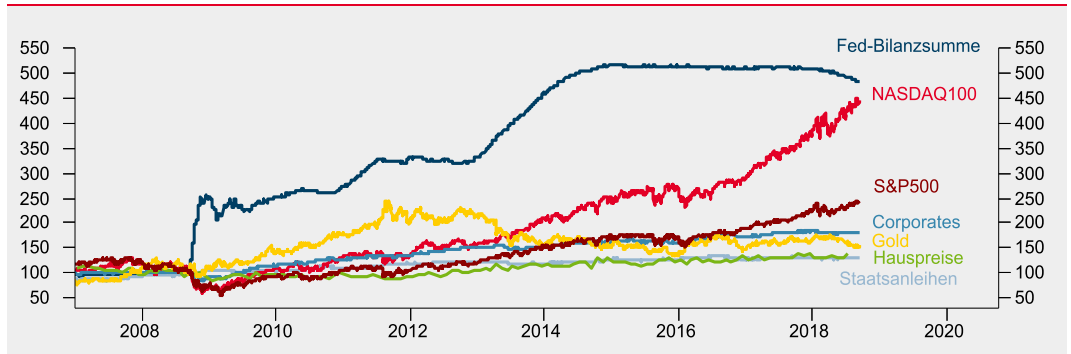
<b>1 Die Woche im Überblick.....</b>	<b>1</b>
1.1 Chart der Woche .....	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente .....	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 38 mit Prognosen .....	3
<b>2 Im Fokus.....</b>	<b>4</b>
2.1 Aktien: Wunden der Finanzkrise noch sichtbar .....	4
2.2 Zur Lage der Banken – Zehn Jahre nach Lehman.....	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

#### Zehn Jahre nach der Lehman-Pleite: US-Aktien auf Höhenflug

US-Assets, indiziert September 2008 = 100



Staatsanleihen: alle Laufzeiten; Hauspreise: US-Einfamilienhäuser; US-Unternehmensanleihen: ML Corporates and HY Master  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Kaufprogramme der US-Notenbank nach der Finanzkrise haben nicht nur das Wachstum in den USA angeschoben. Während in den zehn Jahren seit der Lehman-Pleite das reale Bruttoinlandsprodukt um insgesamt 18 % und der Verbraucherpreisindex um bescheidene 15 % zulegen konnten, erklimm der Technologieindex NASDAQ100 mit einem Zuwachs von rund 340 % bisher unbekannte Höhen. Andere Assets wie Staatsanleihen (29 %), Immobilien (37 %), Gold (54 %) und Unternehmensanleihen (81 %) konnten zwar ebenfalls ansehnliche Erträge erzielen. Sie blieben aber selbst gegenüber dem breiten S&P500-Index (142 %) deutlich zurück. Während die US-Notenbank durch das Abschmelzen ihrer aufgeblähten Bilanzsumme und fortlaufende Zinsanhebungen versucht Dampf aus dem Kessel zu nehmen, scheinen die Anleger mit wachsendem zeitlichen Abstand zur Finanzkrise immer stärker ins Risiko zu gehen.

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 europäische Gemeinschaftswährung und Aktien legten etwas zu, Renten hingegen erlitten in der ablaufenden Handelswoche Kursverluste. Niedrigere US-Inflationsdaten vermochten die Zinsfantasie der Anleger ebenso wenig zu dämpfen wie eine im Auftreten äußerst zurückhaltende europäische Geldpolitik. Die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer ist gestiegen, dank der Absicht zu weiteren Handelsgesprächen zwischen den USA und China und insbesondere der türkischen Notenbank, die mit einem beherzten Zinsschritt Ängste vor einer Schwellenlandkrise vorerst zerstreut hat. Sie hob den Leitzins kräftig und über den Erwartungen um 625 Basispunkt auf 24 % an. Dieses Signal an die Investoren als vertrauensbildende Maßnahme hat nicht nur geholfen die Türkische Lira zu stabilisieren, sondern auch den übrigen unter Druck geratenen Schwellenländerwährungen eine Atempause verschafft. Doch unterm Strich bleibt der deutsche Aktienmarkt (S. 4) angeschlagen, der Leitindex DAX ringt mit der Marke von 12.000. Gleiches gilt für den Rentenmarkt mit umgekehrtem Vorzeichen. Deutsche Bundesanleihen sind aktuell eher im Seitwärtsband und schafften es (noch) nicht über die 0,5 %. Die 10-jährigen US-Treasuries tun sich trotz eines hervorragenden fundamentalen Umfelds schwer mit der Marke von 3 %. Noch bestimmt Zurückhaltung das Geschehen an den Finanzmärkten.

Vermutlich wird es mehr brauchen als eine vertrauensbildende Maßnahme, damit die Anleger in den vollen Risikomodus schalten. Dass diese Zuversicht auch unter den politischen Akteuren aktuell nicht besteht, hat in der ablaufenden Handelswoche die EZB unter Beweis gestellt. Zehn Jahre nach Ende der Lehman-Krise (S. 5) fällt es allen Beteiligten sichtlich schwer, in den Normalbetrieb zu schalten. Noch nicht mal das Ende der Krise ist man gewillt auszurufen. So bekräftigte der EZB-Rat, dass die Negativzinsen bis mindestens über den Sommer 2019 auf dem aktuellen Niveau bleiben. Diese Negativzinsen sind ein Synonym der Finanzmarktkrise und werden wohl noch mindestens ein Jahr lang den Banken das Leben schwermachen (S. 5). Immerhin neigt sich der Anti-Krisen-Kurs dem Ende zu, da die EZB das Volumen ihrer monatlichen Anleihekäufe ab Oktober auf 15 Mrd. Euro halbiert sowie ein Ende des Programms zum Jahresende anpeilt. In der Berichtswoche stehen neben geldpolitischen Sitzungen der japanischen und norwegischen Notenbank die Einkaufsmanagerindizes aus Europa/Deutschland im Fokus. Sie werden zeigen, ob die Industrieschwäche im Euroraum bereits ausgestanden ist und ob die Bank of Japan bereit ist, der EZB zu folgen.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019
	31.12.2017	07.09.2018				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	2,9	-0,5	1,17	1,15	1,15	1,20
Japanischer Yen	3,6	-1,5	131	125	123	125
Britisches Pfund	-0,2	0,9	0,89	0,90	0,85	0,85
Schweizer Franken	3,6	-0,6	1,13	1,17	1,15	1,15
	in Bp		%			
3M Euribor	1	0	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30
3M USD Libor	64	0	2,33	2,60	2,75	2,90
10 jähr. Bundesanleihen	0	7	0,42	0,50	0,80	0,80
10 jähr. Swapsatz	4	4	0,93	1,00	1,20	1,20
10 jähr. US-Treasuries	56	10	2,97	3,20	3,30	3,30
	%		Index			
DAX	-6,7	0,8	12.056	11.500	12.300	12.700
	%					
Brentöl \$/B	16,9	2,2	78	70	72	73
Gold \$/U	-7,8	0,1	1.201	1.300	1.380	1.420

\*Schlusskurse vom 13.09.2018

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 1.3 Finanzmarktkalender KW 38 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Montag, 17.09.2018</b>						
14:30	US	Sep	Empire-State-Umfrage; Index	<b>20,0</b>	23,0	25,6
<b>Dienstag, 18.09.2018</b>						
16:00	US	Sep	NAHB-Hausbau-Index	<b>66</b>	66	67
<b>Mittwoch, 19.09.2018</b>						
14:30	US	Aug	Baubeginne			
			% m/m	<b>2,7</b>	4,6	0,9
14:30	US	Aug	Tsd (JR)	<b>1200</b>	1225	1168
			Baugenehmigungen			
14:30	US	Q2	% m/m	<b>1,7</b>	-0,2	0,9
			Tsd (JR)	<b>1325</b>	1300	1303
14:30	US	19. Sep	Leistungsbilanzsaldo; Mrd. \$	<b>-100,0</b>	-103,3	-124,1
	JP		Bank of Japan Zinsentscheid; %	<b>0,0</b>	k.A.	0,0
<b>Donnerstag, 20.09.2018</b>						
16:00	EZ	Sep	EU-Kommission; Saldo: Konsumentenvertrauen	<b>-1,9</b>	-2,0	-1,9
14:30	US	Sep	Philadelphia-Fed-Index	<b>18,0</b>	15,0	11,9
14:30	US	15. Sep	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	<b>210</b>	k.A.	204
16:00	US	Aug	Verkauf bestehender Häuser, Mio. (JR)	<b>5,3</b>	5,4	5,3
16:00	US	Aug	Frühindikatoren, % m/m	<b>0,5</b>	0,5	0,6
<b>Freitag, 21.09.2018</b>						
09:30	DE	Sep	Einkaufsmanagerindex Verarb. Gew erbe	<b>56,2</b>	56,1	55,9
09:30	DE	Sep	Einkaufsmanagerindex Dienst- leistungen	<b>55,0</b>	55,0	55,0
10:00	EZ	Sep	Einkaufsmanagerindex Verarb. Gew erbe	<b>54,8</b>	54,6	54,6
10:00	EZ	Sep	Einkaufsmanagerindex Dienst- leistungen	<b>54,4</b>	54,4	54,4

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

### 2.1 Aktien: Wunden der Finanzkrise noch sichtbar

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

Am 15. September jährt sich die Lehman-Pleite zum zehnten Mal. Lange wurde die Zeitrechnung an den Finanzmärkten in eine Zeit vor und eine nach Lehman unterteilt. Welche Spuren dieses Ereignisses sind heute noch sichtbar und hat sich das Risikoverhalten der Marktteilnehmer wirklich nachhaltig verändert?

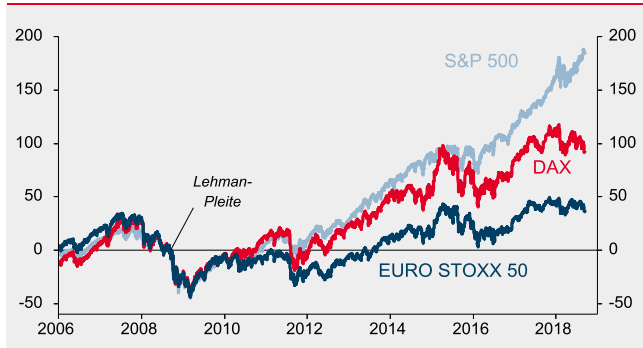
Finanzsektor zeigt  
heterogenes Bild

Ein Blick auf den Finanzsektor offenbart ein ausgesprochen heterogenes Bild: Bankaktien weltweit notieren gegenwärtig etwa auf dem gleichen Niveau wie zum Zeitpunkt der Lehman-Pleite. Dagegen haben sich die US-Pendants – insbesondere seit der Wahl Trumps und der sich daraus ergebenden Deregulierungsfantasie – spürbar erholt. Inzwischen haben sie fast wieder die Höchststände des Jahres 2007 erreicht. Europäische Banktitel, die sich bis Ende 2011 noch nahezu deckungsgleich entwickelten, haben sich angesichts der europäischen Staatsschuldenkrise und dem damit verbundenen fortgesetzten Renditerückgang in den Folgejahren immer mehr abgekoppelt. Die Kurse bewegen sich derzeit rund 50 % unter dem Stand zum Zeitpunkt der Lehman-Pleite.

Während mit europäischen Bankwerten in den vergangenen zehn Jahren kaum ein Blumentopf zu gewinnen war, haben sich Aktien insgesamt recht gut entwickelt. Aber auch auf Gesamtmarktenebene hat die Spreizung in den vergangenen Jahren zugenommen. Im Vergleich zu hiesigen Dividentiteln haben US-Werte klar die Nase vorne. Der EURO STOXX 50 lieferte auch angesichts des hohen Anteils an Bankaktien den geringsten Gesamtertrag. Der DAX konnte zwar lange mit dem S&P 500 mithalten. Nicht zuletzt aufgrund der Trumpschen Handelspolitik hat aber auch er zuletzt den Anschluss verloren.

#### S&P 500 hat Finanzkrise am besten weggesteckt ...

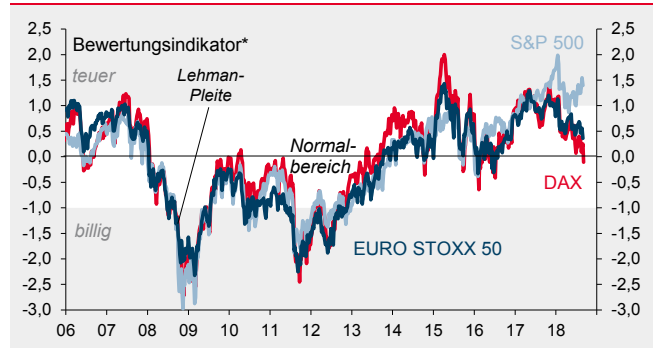
Gesamtertrag seit Lehman-Pleite (in Landeswährung), %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### ... ist aber inzwischen sehr hoch bewertet

Abweichung vom Normalwert in Standardabweichungen



\* bestehend aus KGV, KCV, KBV und Kehrwert Dividendenrendite  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Weithin Zurückhaltung  
geboten

Haben die USA also das bessere Modell, wirkt „America First“ und kann man die Entwicklung fortschreiben? Bislang haben die US-Indizes in erster Linie die positiven Aspekte (Deregulierung, Steuersenkungen) diskontiert und negative Rückkoppelungen der Handelspolitik ausgeblendet. Trotz steuerinduzierter Gewinnsprünge sind US-Unternehmen aber teuer. Eine Konsolidierung täte Not, will man nicht ähnlich wie Ende der Neunziger eine neue Aktienblase erzeugen. Der Optimismus der US-Anleger ist aber bislang ungebrochen. Das Risikoverhalten scheint sich somit nicht wirklich verändert zu haben. Hierzulande sieht es etwas anders aus. Durch die Korrektur der vergangenen Monate haben deutsche Standardwerte inzwischen ein faires Bewertungsniveau erreicht. Auch wenn der relative Vergleich damit für den DAX spricht ist dennoch Vorsicht geboten. Zwar sind Frühindikatoren wie ZEW- und ifo-Index zuletzt wieder gestiegen. Es ist angesichts der zahlreichen politischen Unsicherheitsfaktoren aber fraglich, ob dies bereits die Wende ist. Das Muster vergangener Phasen rückläufiger Frühindikatoren, dem der DAX bislang eng folgt, spricht dafür, dass die Schwächephase im Herbst andauert. Anleger sollten sich bei Aktien daher noch zurückhalten.

Dr. Susanne E. Knips  
Tel.: 0 69/91 32-32 11

## 2.2 Zur Lage der Banken – Zehn Jahre nach Lehman

Deutlich gestiegene Kapitalquoten und ein verbesserter institutioneller Rahmen haben zur Verbesserung der Bonität von europäischen Banken beigetragen. Die Profitabilität der Institute leidet jedoch unter vielfältigen Belastungsfaktoren. Sorglosigkeit ist fehl am Platz.

Paradigmenwechsel in der Finanzindustrie

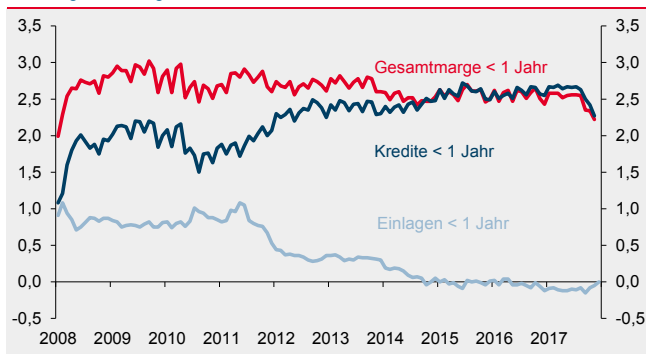
Am 15.9.2008 meldete die US-Investmentbank Lehman Brothers Insolvenz an. Der folgende Vertrauensverlust hat die Finanzmarktkrise, die vom US-Subprime-Markt ausgehend bereits eingesetzt hatte, dramatisch verschärft. Auf Basis des zuvor blinden Glaubens an funktionsfähige Märkte waren die Strukturen nicht auf einen Schock dieses Ausmaßes vorbereitet – letztlich mussten strauchelnde Kreditinstitute mit staatlicher Hilfe aus Steuermitteln aufgefangen werden.

Zehn Jahre danach kann man wohl ohne Übertreibung von einem Paradigmenwechsel in der Finanzindustrie sprechen. Die regulatorischen Rahmensetzungen haben sich grundlegend geändert. Ziel ist es, bei zukünftigen Krisen die Finanzmarktstabilität ohne Verlustbeteiligung der Steuerzahler zu gewährleisten. Die neuen Regeln zielen zum einen auf eine erhöhte Krisenprävention und zum anderen auf ein besseres Krisen-Management im Ernstfall ab. Eine zentrale Rolle spielen die gestiegenen Verlustpuffer der Institute: Der Quotient aus materiellem Eigenkapital und Bilanzsumme etwa ist im Durchschnitt europäischer Banken auf Basis von Bloomberg-Daten von 3,2 % 2006 auf 5,4 % Ende 2017 gestiegen – was bei branchenüblichen Margen im Basispunkt-Bereich erheblich ist.

Neben dem Eigenkapital sind die Verbindlichkeiten von Banken in den Regulierungsfokus gerückt. Für zukünftige Krisen ist u.E. davon auszugehen, dass auch Inhaber von Anleihen mit relativ niedrigem Insolvenzrang an Bankverlusten beteiligt werden. Entsprechend haben die Regulatoren u.a. Vorgaben für das gesamte Haftkapital inklusive der Verbindlichkeiten von Banken eingeführt. Viele Großbanken in Europa wurden 2018 erstmals über ihre individuelle Mindestquote informiert – basierend auf den regulatorischen Risikoaktiva erreichen diese häufig weit über 25 %.

### Starker Wettbewerb im Kreditgeschäft...

Zinsmarge\* im Neugeschäft mit Unternehmen < 1 Jahr, Deutschland, %

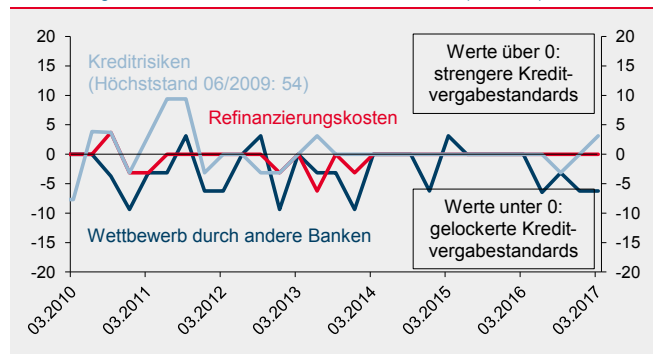


\* Jeweils Differenz zum 12-Monats Euribor

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### ...belastet Margen und Volumina

Veränderung der Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite (Faktoren)\*



\* Differenz zwischen der Summe der Angaben "deutlich verschärft"/"leicht verschärft" und "leicht gelockert"/"deutlich gelockert", % der gegebenen Antworten

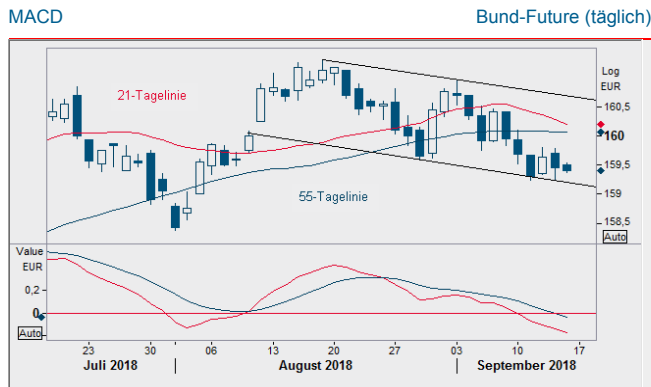
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Jüngst rückläufige Ertragsmargen im Kreditgeschäft

Kehrseite der Medaille höherer Eigenkapitalquoten sind niedrigere Gewinnquoten auf das eingesetzte Kapital. Hinzu kommt, dass die Gewinne unter Niedrigzinsen, hohem Wettbewerb und technologischem Wandel leiden. Die mit den Mager-Zinsen verbundene Liquiditätsschwemme hat weitere Wettbewerber auf den Plan gerufen: Zunehmend stellen etwa auch Pensionskassen und Versicherer Finanzierungen für Unternehmen bereit. Seit dem 2. Quartal 2018 sind die Zinsen im Kreditgeschäft rückläufig. Während zuvor noch stabile Kreditzinsen die laue Ertragslage auf der Einlagenseite kompensieren konnten, schrumpfen seither die Gesamtmargen im Zinsgeschäft. Noch bewegen sich die Kreditausfälle auf historischem Niedrigniveau; aus unserer Sicht ist es aber nur eine Frage der Zeit, bis die bisher durch die Liquiditätsschwemme begünstigte Kreditrisiko-Situation dreht und die Kreditausfallraten wieder steigen. Sorglosigkeit ist somit fehl am Platz.

### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Abwärtstrendkanal intakt



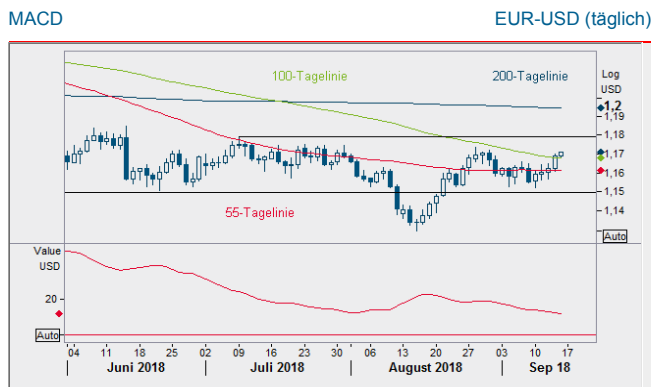
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	160,10	160,52	160,98
Unterstützungen:	159,23	159,00	158,37

Die Abwärtsdynamik hat zwar nachgelassen, Entwarnung kann aber noch nicht gegeben werden. So ist der kurzfristige Abwärtstrend intakt und der Future handelt noch immer unterhalb der 21- und der 55-Tagelinie. Zudem mahnen die Indikatoren im Tageschart zur Vorsicht. MACD, DMI und Stochastic stehen im Verkauf und das Kursmomentum ist negativ. Zudem steigt der ADX. Insofern ist ein erneuter Rückgang möglich. Die nächsten Unterstützungen sind um 159,23 und am markanten Tief von Anfang August bei 158,37 zu finden.

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

#### Euro: Erholung in Konsolidierungsrang



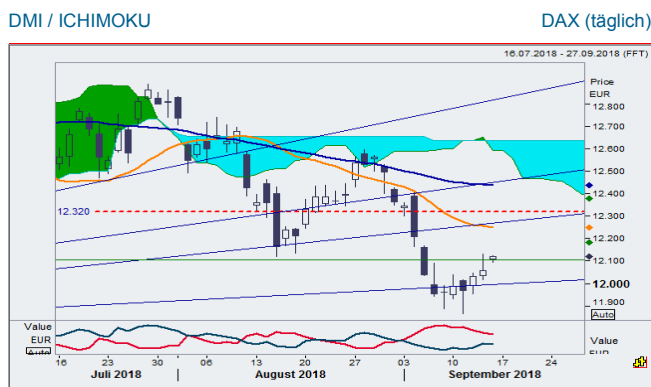
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,1733	1,1750	1,1790
Unterstützungen:	1,1563	1,1524	1,1500

Der Euro hat Kursgewinne erzielt und die 100-Tagelinie überwunden, die heute bei 1,1675 verläuft. Die Indikatoren hellen sich auf. Positiv hervorzuheben ist das MACD-Kaufsignal im Wochenchart. Auch auf Tagesbasis steht der MACD im Kauf, hier fallen aber das sehr schwache Kursmomentum und der niedrige und weiter sinkende ADX ins Auge. Insofern darf bezweifelt werden, dass es zu einer nachhaltigen Befestigung kommen wird. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass die seit Monaten bestehende Handelsspanne von 1,1500 bis 1,1850 intakt ist.

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

#### DAX: Begrenzt Aufwärtspotenzial



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	12.156	12.232	12.280
Unterstützungen:	12.056	11.990	11.911

Nachdem sich der DAX über dem wichtigen Support-Cluster im Bereich von 11.911 Zählern halten konnte, gelang zuletzt der Sprung über eine abwärts gerichtete Gann-Linie. Insofern besteht kurzfristig die Chance auf eine weitergehende Erholung. Allerdings dürfen die Erwartungen an diese nicht zu hoch gesteckt werden. Der Bereich von 12.254/12.320 Zählern sollte zunächst als Ziel angesehen werden. Dort finden sich die 21-Tagelinie, verschiedene Retracements, eine Strukturprojektion und insbesondere das Ende einer harmonischen Bewegung.

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

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt; \*Inflation Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela

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