



Italienischer Stresstest

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

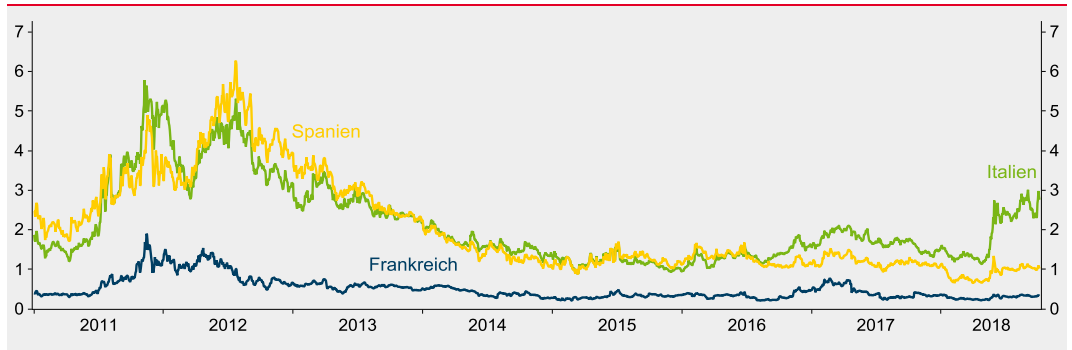
1 Die Woche im Überblick.....	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 41 mit Prognosen	3
2 Im Fokus.....	4
2.1 Primärmarkt Corporates: EZB sorgt für heißen Herbst	4
2.2 UK: In der Sackgasse?.....	5
3 Charttechnik	6
4 Prognosetabelle	7

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Italien: Verantwortungslose Haushaltspolitik treibt Spread

Spreads 10-jähriger Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen, Prozentpunkte



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.

Die populistische Regierung Italiens hat mit ihren Haushaltsplanungen für Verunsicherung gesorgt. Danach soll das öffentliche Defizit 2019 auf 2,4 % ansteigen und bis 2021 nur sehr zögerlich gesenkt werden. Eigentlich war für 2019 ein Wert von 0,8 % ausgemacht. Noch vor wenigen Tagen wollte die Regierung das Defizit sogar bis 2021 bei 2,4 % belassen. Der Druck aus Brüssel hat damit schon zu einem ersten, allerdings nicht ausreichenden Zugeständnis aus Rom geführt. Auch die Kapitalmärkte haben mit Nervosität reagiert. Der Spread zu deutschen Bundesanleihen ist auf knapp 3 Prozentpunkte angestiegen. Die Regierung hat teure Ausgabenwünsche wie ein bedingungsloses Grundeinkommen, eine Flat Tax sowie die Rücknahme der Rentenreform formuliert. Auf die ursprünglich geplante Mehrwertsteuererhöhung soll verzichtet werden. Gerade in Italien ist die Dringlichkeit für eine solide Haushaltspolitik groß, da das Land mit über 130 % des BIP die zweithöchste Staatsverschuldung in der Währungsunion aufweist. Die Wirtschaftspolitik trägt zudem nicht zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Landes bei und wirkt somit dem chronisch schwachen Wirtschaftswachstum nicht entgegen. Die römische Regierung dürfte allerdings kein Interesse daran haben, eine Spreadausweitung wie 2011/12 zuzulassen.

1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Die Musik spielt derzeit in den USA. Motiviert durch die überraschende Einigung mit Kanada und Mexiko in strittigen Handelsfragen markierte der Dow Jones ein neues Allzeithoch bei 26.828 Punkten. Vergleicht man dies mit dem Tief bei rund 6.550 Punkten am Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise 2009, so ist dies eine bemerkenswerte Entwicklung. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries lag damals bei 2,9 %, also auf einem Niveau wie wir es noch vor einem Monat am US-Rentenmarkt vorgefunden haben. Mittlerweile ist aber auch hier Dynamik eingeleitet. Mit dem Sprung auf 3,2 % dürften sich US-Staatsanleihen nachhaltig im Bereich oberhalb der 3 %-Marke einnisten. Auslöser waren Äußerungen von Fed-Chef Jerome Powell, der mit Hinweis auf die äußerst robuste US-Konjunktur einen strafferen geldpolitischen Kurs angedeutet hat. Die in der kommenden Woche zur Veröffentlichung anstehenden US-Inflationsdaten, insbesondere eine vermutlich steigende Kernrate, werden dieses Bild wohl bestätigen. In diesem Zusammenhang dürften auch die höheren Ölpreise eine Rolle spielen. Der Preis für die Nordseesorte Brent ist mit 85 US-Dollar pro Fass zuletzt auf den höchsten Stand seit vier Jahren geklettert.

Im Euroraum stellt sich die Situation etwas anders dar. Der DAX gab zuletzt nach und liegt damit im Kontrast zu seinem US-Pendant sowohl im Wochen- als auch im Jahresvergleich im Minus. Bei Renten gibt es ebenfalls deutliche Unterschiede. Zwar sind 10-jährige Bundesanleihen im Sog der US-Renditen zuletzt etwas angestiegen. Mit rund einem halben Prozent liegt der Kapitalmarktzins jedoch weiterhin auf einem Niveau klar unterhalb der Teuerungsrate von rund zwei Prozent. Ein historischer Renditevergleich zeigt ebenfalls divergierende Entwicklungen. So notierte der 10-jährige Kapitalmarktzins in Deutschland Anfang 2009 mit drei Prozent noch leicht über der US-Rendite. Gründe für die mittlerweile großen Zinsunterschiede sind neben einer abweichenden Geldpolitik die strukturellen und politischen Probleme im Euroraum. Aktuell begünstigt die Verunsicherung über Italiens fiskalpolitischen Kurs Umschichtungen in Bundesanleihen. Die geplante Ausweitung der Defizite haben die Risikoaufschläge Italiens zeitweilig deutlich ansteigen lassen (S. 1). Die Populisten in Rom setzten den Währungsraum unter Druck, was sich – in Kombination mit den ausgeweiteten Zinsdifferenzen – ebenfalls in einem fallenden Euro-Dollar-Kurs bemerkbar machte. Für konjunkturseitige Verunsicherung im Euroraum sorgten zuletzt die wachsenden Ängste vor einem harten Brexit (S. 5). Allerdings sollte man die verhandlungstaktischen Spielchen, einschließlich mancher Tanzeinlagen, nicht überbewerten. Bis zum EU-Gipfel am 17. Oktober werden vermutlich alle Hebel in Bewegung gesetzt, um Verhandlungsfortschritte zu erzielen.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019
	31.12.2017	28.09.2018				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	4,3	1,1	1,15	1,15	1,20	1,20
Japanischer Yen	3,2	0,6	131	123	125	125
Britisches Pfund	0,4	0,7	0,88	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	2,5	-0,4	1,14	1,15	1,15	1,15
	in Bp		%			
3M Euribor	1	0	-0,32	-0,30	-0,30	-0,25
3M USD Libor	71	1	2,41	2,75	2,90	3,10
10 jäh. Bundesanleihen	10	0	0,53	0,80	0,80	0,90
10 jäh. Swapsatz	16	3	1,04	1,20	1,20	1,25
10 jäh. US-Treasuries	78	14	3,19	3,30	3,30	3,40
	%		Index			
DAX	-5,2	-1,5	12.244	12.300	12.700	13.000
	%					
Brentöl \$/B	26,5	3,5	85	72	73	75
Gold \$/U	-7,9	1,4	1.200	1.380	1.420	1.480

*Schlusskurse vom 04.10.2018

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 41 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 08.10.2018						
08:00	DE	Aug	Industrieproduktion % m/m, s.a.	0,5	0,5	-1,1
			% y/y, s.a.	-0,1	k.A.	1,2
11:30	US		St. Louis Fed Präsident Bullard			
	US		Columbus Day - Rentenmarkt geschlossen			
Dienstag, 09.10.2018						
08:00	DE	Aug	Handels-/Leistungsbilanz, Mrd. €, n.s.a.	18,0 / 16,0	16,3 / k.A.	16,5 / 15,3
16:35	US		New York Fed Präsident Williams			
19:00	US		Philadelphia Fed Präsident Harker			
Mittwoch, 10.10.2018						
03:15	US		New York Fed Präsident Williams			
14:30	US	Sep	PPI Erzeugerpreise, % m/m	0,2	0,2	-0,1
14:30	US	Sep	PPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % m/m	0,2	0,2	-0,1
18:15	US		Chicago Fed Präsident Evans			
Donnerstag, 11.10.2018						
00:00	US		Atlanta Fed Präsident Bostic			
14:30	US	Sep	CPI Konsumentenpreise % m/m	0,2	0,2	0,2
			% y/y	2,4	2,4	2,7
14:30	US	Sep	CPI ohne Energie & Nahrungsmittel % m/m	0,2	0,2	0,1
			% y/y	2,3	2,3	2,2
14:30	US	06. Okt	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	210	k.A.	207
Freitag, 12.10.2018						
11:00	EZ	Aug	Industrieproduktion % m/m, s.a.	0,5	0,5	-0,8
			% y/y, s.a.	-0,5	k.A.	-0,1
15:30	US		Chicago Fed Präsident Evans			
16:00	US	Mai	Verbrauchervertrauen (UoM); vorl. Index	99,5	100,8	100,1
18:30	US		Atlanta Fed Präsident Bostic			
Samstag, 13.10.2018						
04:30	US		Fed Gouverneur Quarles			
im Laufe der Woche						
08:00	DE	Aug	Importpreise % m/m	0,5	0,1	-0,2
			% y/y	5,5	5,2	5,0

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

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

2.1 Primärmarkt Corporates: EZB sorgt für heißen Herbst

Nicht zuletzt das bevorstehende Ende des EZB-Ankaufsprogramms hat in Q3 für eine rege Emissionstätigkeit gesorgt. Seit Jahresanfang beläuft sich das Platzierungsvolumen nun auf rund 240 Mrd. EUR. Für das Gesamtjahr halten wir eine Emissionssumme von mindestens 300 Mrd. EUR für wahrscheinlich.

Bestes Q3 aller Zeiten

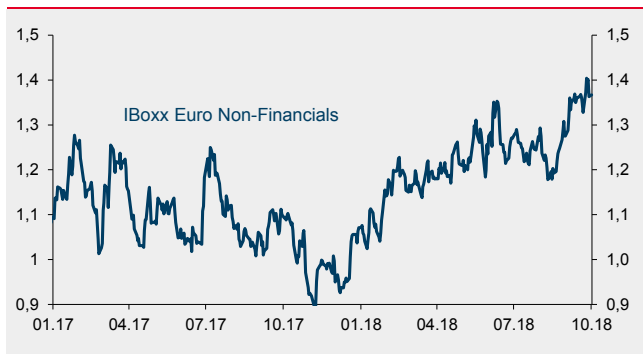
Mit knapp 73 Mrd. EUR wurde in den Monaten Juli bis September am Primärmarkt für EUR-Corporate Bonds so viel platziert wie in keinem anderen dritten Quartal zuvor (vgl. Primärmarkt-Update EUR-Corporate Bonds vom 1. Oktober 2018). Insbesondere der September übertraf mit 41 Mrd. EUR das Vorjahresvolumen deutlich. An dieser Entwicklung dürfte sicher auch die Aussicht auf eine Reduktion des EZB-Ankaufsprogramms im Oktober ein wesentlicher Grund sein. Die Rendite des iBoxx Non-Financials hat sich binnen Jahresfrist um fast 50 Bp. auf knapp 1,4 % erhöht.

Seit Jahresanfang beläuft sich das Platzierungsvolumen der EUR-Corporates nun auf rund 240 Mrd. EUR, nur noch 30 Mrd. EUR weniger als im selben Zeitraum des Rekordjahres 2017. Automobil- und Industrieunternehmen emittierten zusammen mit den Versorgern in den ersten drei Quartalen fast 44 % des gesamten Marktvolumens. Die meisten Emissionen kamen – wie so häufig – aus dem Industriesektor. Französische und deutsche Unternehmen stellten die größten Ländergruppen dar und brachten jeweils 22 % des Anleihevolumens an den Markt.

Laufzeiten von mehr als 7 Jahren erreichten in den ersten drei Quartalen mit 48,7 % in etwa den gleichen Marktanteil wie 2017. Die durchschnittliche Emissionsgröße lag insbesondere im Segment der 10- bis 15-jährigen Anleihen mit rund 800 Mio. EUR deutlich über dem Niveau von 2017. Bei Adressen ohne Emittentenrating hat sich das Durchschnittsvolumen mit knapp 300 Mio. EUR gegenüber der ersten Jahreshälfte 2018 nur wenig verändert. Variabel verzinsliche Titel hielten sich mit 12 % Marktanteil über dem Niveau des Vorjahres.

Steigende Refinanzierungskosten ...

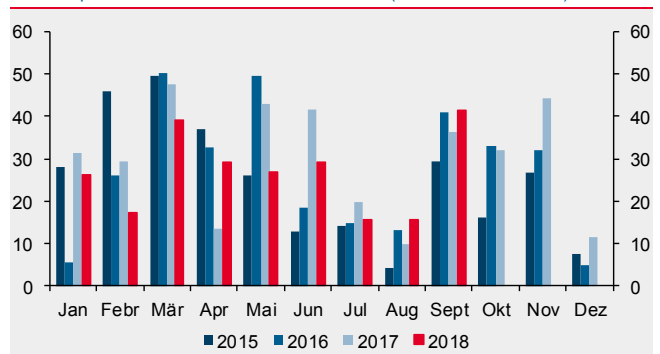
Rendite in %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

... befeuern Emissionstätigkeit

EUR-Corporate Bond-Emissionen nach Monaten (Volumen in Mrd. EUR)



Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

Steigende Refinanzierungskosten wahrscheinlich

Sowohl im ‚BBB‘- als auch ‚A‘-Bereich lagen die durchschnittlichen Neuemissionsspreads in einigen Fälligkeitssegmenten zuletzt wieder deutlich über den Niveaus von 2017. Angesichts des nachlassenden Stimulus durch die europäische Zentralbank ist mittelfristig mit weiter steigenden Zinskosten für die Unternehmen zu rechnen. Nicht auszuschließen bleibt daher, dass auch im laufenden Quartal viele Firmen über eine frühzeitige Refinanzierung ihrer Fälligkeiten nachdenken. Für das laufende Jahr halten wir es weiterhin für wahrscheinlich, dass das Emissionsvolumen zumindest die Größenordnung von 300 Mrd. EUR erreichen wird.

2.2 UK: In der Sackgasse?

Die Brexit-Verhandlungen sind ins Stocken geraten, ein Kompromiss scheint immer schwieriger. Dennoch bestehen Lösungsmöglichkeiten, die letztendlich zu einer Einigung führen dürften.

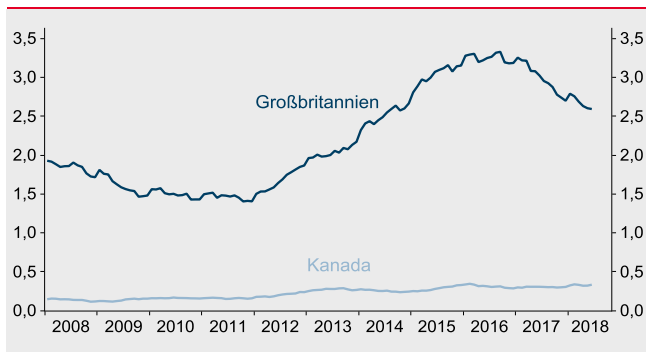
Die Verhandlungen für den britischen EU-Austritt sind laut Premierministerin May in der Sackgasse angekommen. Die EU lehnte ihren „Checkers“-Plan ab, genauso wie viele Brexit-Hardliner in ihrer Konservativen Partei. Droht nun der „No-Deal“-Brexit mit kilometerlangen Staus an der Grenze, Turbulenzen im Flugverkehr, rechtlichem Chaos im Außenhandel etc.?

„Kanada-Deal“ vs. „Checkers-Plan“

Den Parteitag der Konservativen überstand May ohne sonderliche Blessuren. Sie bekräftigte ihren in Checkers dargelegten Kurs. D.h. Großbritannien soll bei Waren quasi weiter uneingeschränkt mit der EU handeln können, während es bei Dienstleistungen, im Kapitalverkehr und der Arbeitnehmerfreizügigkeit signifikante Einschnitte geben soll. Die EU sieht dadurch die Integrität des Binnenmarkts bedroht. Die „Brexit-Hardliner“ beklagen, dass die EU weiter die Spielregeln im Warenhandel bestimmt. Als Alternative wird häufig das Freihandelsabkommen von Kanada mit der EU erwähnt. Dort werden für 99 % aller Waren die Zölle abgeschafft, also kaum ein Unterschied zu Checkers. Wichtiger als Zölle sind in der heutigen Zeit jedoch die Standards für den Handel. Hier wurden für jeden einzelnen Sektor die Regeln ausgemacht. Theoretisch kann das zwar zu einem gleichen Ergebnis wie im Binnenmarkt führen, praktisch wären – im Gegensatz zu Mays Vorschlag mit der weitgehenden Übernahme der EU-Standards – in solchen Verhandlungen merkliche Handelseinschränkungen fast unausweichlich. Auf Basis ihres bilateralen Handelsüberschusses sollte jedoch die EU ebenso ein erhebliches Interesse an einem möglichst friktionslosen Warenhandel mit Großbritannien haben, falls bei der EU nicht Rachegefühle die ökonomische Vernunft dominieren. Ein „Kanada-Deal“ würde zudem Zollkontrollen enthalten. Diese sollen vor allem an der irisch-nordirischen Grenze vermieden werden. Dem EU-Vorschlag einer Zollgrenze zwischen Nordirland und dem restlichen Königreich wird die britische Regierung kaum zustimmen.

Hoher Handelsüberschuss der EU mit Großbritannien

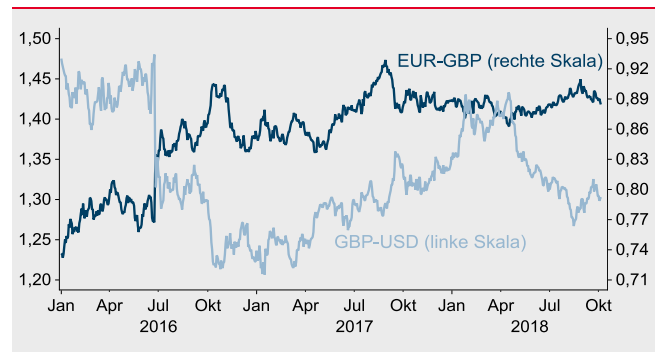
Saldo Warenhandel der Eurozone in % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Entspannungssignale vom Devisenmarkt

USD GBP



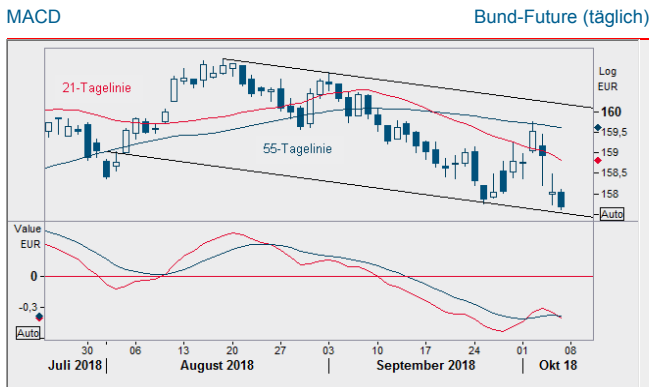
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Raum für Einigung

Die Schwierigkeiten bei den Verhandlungen sollten niemanden überraschen. Andernfalls würde sich zumindest eine Partei fragen, ob sie nicht zu weich agiert hat. So verfahren alles scheint, so gibt es doch Raum für Kompromisse. Zur Abstimmung steht das EU-Austrittsabkommen. Hier ist bereits größtenteils Einigung erzielt. Hauptstreitpunkt ist eine Auffanglösung für die irische Grenze, die gelten soll, wenn kein Abkommen über das zukünftige Verhältnis zustande kommt. Mit einem solchen Abkommen wird die Auffanglösung aber ohnehin nie in Kraft treten. Das zukünftige Verhältnis muss nicht bis Ende März 2019 ausgehandelt sein. Die Briten möchten zwar möglichst viele Details schon vorab klären. Im Prinzip reichen aber einige Absichtserklärungen aus, das genaue Abkommen kann in der Übergangsphase bis Ende 2020 ausgehandelt werden. Falls das beiderseitige Interesse für einen möglichst offenen Handel nicht für einen Deal in den nächsten Monaten ausreicht, so gibt es immer noch Wege den „Chaos-Brexit“ zu vermeiden. Der Devisenmarkt sieht schon das Licht am Ende des Tunnels, das Pfund wertete gegenüber dem Euro auf.

3 Charttechnik

Bund-Future: Ausblick trübt sich ein



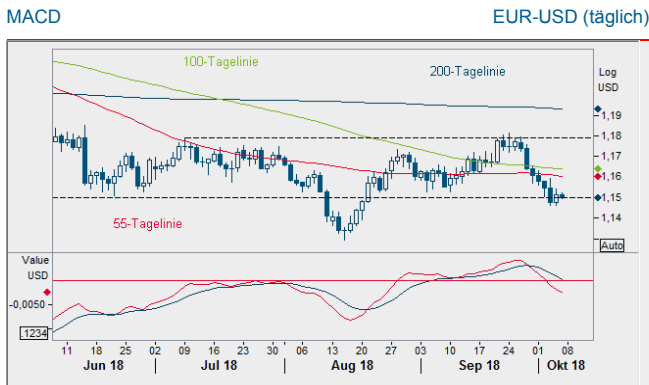
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	158,50	159,25	159,80
Unterstützungen:	157,20	156,90	156,75

Der Bund-Future war in dieser Woche hohen Schwankungen ausgesetzt. Nachdem er daran gescheitert ist, die 55-Tagelinie und den Widerstand bei 159,80 zu überwinden, hat er sich abgeschwächt und das markante Tief von Ende September bei 157,75 ins Visier genommen. Die Indikatoren im Tageschart trüben sich ein. Der MACD hat ein Verkaufssignal geliefert und das Kursmomentum ist negativ. Nur der stark rückläufige ADX spricht gegen die Fortsetzung des Abwärtsimpulses. Die nächste wichtige Unterstützung ist bei 156,90 zu finden.

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

Euro: Handelsspanne zeitweise unterschritten



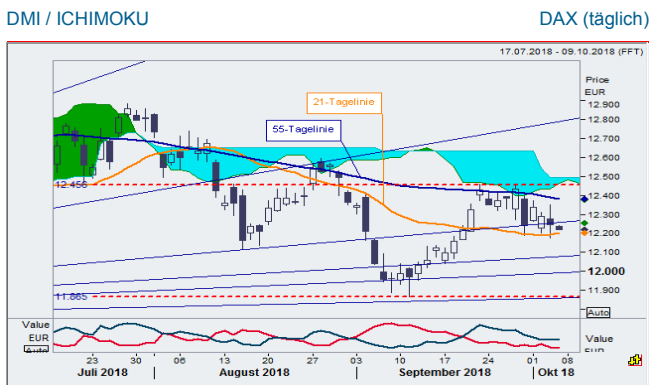
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,1593	1,1639	1,1651
Unterstützungen:	1,1462	1,1392	1,1297

Der Euro hat sich abgeschwächt und die untere Begrenzung der seit Monaten zu beobachtenden Handelsspanne bei 1,1500 zeitweise unterschritten. Intakte Verkaufssignale und ein negatives Kursmomentum lassen weitere Verluste befürchten. Allerdings liegt der ADX noch immer unterhalb der 20 und im Wochenchart sinkt er im Trend. Daher ist es zu früh, um auf die Etablierung eines Abwärtstrends zu setzen. Sollte aber die Marke von 1,15 auf Tagesschlusskurs unterschritten werden, könnte es zu einem Test des bisherigen Jahrestiefs bei knapp 1,13 kommen.

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

DAX: Risiken nehmen zu



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	12.280	12.333	12.360
Unterstützungen:	12.169	12.120	12.034

Am Donnerstag wurde die 21-Tagelinie erneut einem Test unterzogen. Damit wird deutlich, dass der tertiäre Aufwärtstrend wackelt. Auch wurden die über den Monatschart hergeleiteten Strukturmarken bei 12.183 und 12.169 Zählern bereits ins Visier genommen. Dies und das mehrfache Scheitern an der Widerstandszone bei 12.302/12.333 Punkten macht deutlich, dass die Risiken für einen Rücksetzer deutlich zunehmen, zumal am 4. Oktober auch ein Preis- und Zeitzyklus endete. Beachtenswerte Supports finden sich bei 12.120, 12.034 und 11.990 Punkten.

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	3,2	3,0	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	2,0	2,6	2,5	2,0	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	1,2	-2,0	0,6	2,7	2,5	2,2
Schweiz	1,6	1,7	3,1	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	1,1	1,0	-0,1	0,5	1,1	1,5
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 ■