



Unglaublich gut

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

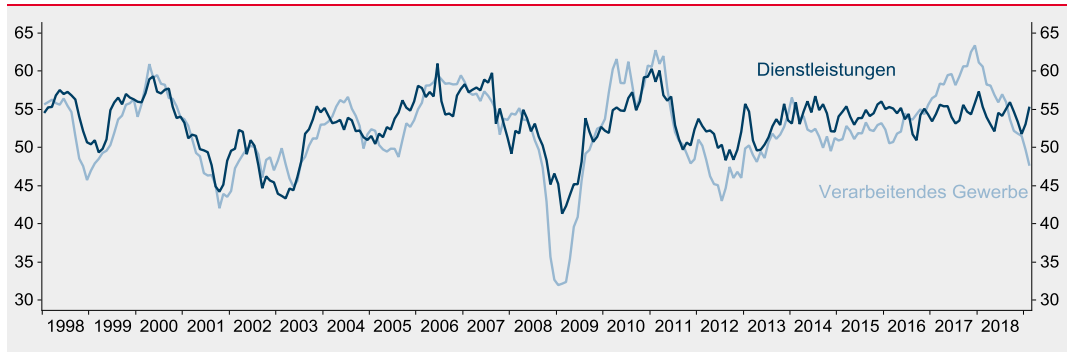
1 Die Woche im Überblick.....	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 12 mit Prognosen	3
2 Im Fokus.....	4
2.1 Renten: Geringerer Spielraum für höhere Renditen	4
2.2 Fed: Fingerspitzengefühl gefragt.....	5
3 Charttechnik	6
4 Prognosetabelle	7

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Dienstleister wachstumsstark – trotz noch schwacher Industrie

Einkaufsmanagerindizes (PMI) Deutschland, Diffusionsindex



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zuletzt enttäuschten die Wirtschaftsindikatoren nicht nur in Deutschland. Dies hat – zusammen mit den Verunsicherungen durch einen möglichen „Chaos-Brexit“ und schwelende Handelskonflikte – die Zweifel an der Konjunktur noch vergrößert. Jedoch ist die Entwicklung hierzulande gar nicht so schlecht: Der Dienstleistungssektor, der für rund drei Viertel der Wertschöpfung steht, ist mit einem Einkaufsmanagerindex von über 55 sogar wachstumsstark. Im Verarbeitenden Gewerbe dürfte nach einem 14-monatigen Rückgang der Befragungswerte die Trendwende bevorstehen. Im März sollte sich dies in einem kleinen Anstieg des Index niederschlagen. Die momentane Zweiteilung der Wirtschaft zeigt sich einerseits in schwachen deutschen Exporten und andererseits in einer starken Binnennachfrage. Impulse gehen 2019 vom privaten und öffentlichen Konsum sowie von den Bauinvestitionen aus. Ein unregelmäßiger Brexit könnte unser positives Konjunkturbild mit einem erwarteten Wirtschaftswachstum von 1,3 % in diesem Jahr allerdings in Frage stellen.

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

Der Bullenmarkt bei US-Aktien ist nunmehr zehn Jahre alt. Happy Birthday! Für manche Aktienanleger mag dieses reife Alter schon einen Anlass bieten, nun etwas vorsichtiger zu werden. Doch das Alter allein ist kein stichhaltiges Argument für ein baldiges Ende der Hausse. Schließlich bewegt sich die Bewertung von US-Aktien noch im Normalbereich und angesichts der jüngsten Kehrtwende bei den Notenbanken sind die Anlagealternativen dünn gesät. Seit Jahresbeginn zeigt sich eine Tendenz hin zu einer wieder expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik. Speerspitze dieser Bewegung ist nun die EZB geworden. Sie hat ihre geplante Zinsanhebung vertagt und arbeitet daran, ihren Expansionsgrad zu erhöhen (S. 4). Dementsprechend haben wir unsere Zinsprognosen revidiert. Zur EZB gesellen sich die Notenbanken aus China, Japan, Australien, Schweden, und Norwegen. In der Berichtswoche richtet sich der Fokus auf die US-Notenbank (S. 5). An den Finanzmärkten gilt als ausgemacht, dass sie sich bereits an die Seitenlinie begeben hat. Wir sind zwar davon nicht ganz überzeugt und sehen noch einen Zinsschritt für 2019, der gleichwohl für die Finanzmärkte angesichts robusten US-Wachstums verkraftbar sein sollte.

Letztlich gilt es; die konjunkturellen und politischen Risiken einzuschätzen. Immerhin hellt sich auf diesen Feldern das Bild auf. So gab es zuletzt wieder positive Signale über eine Beilegung des Handelsstreits zwischen China und den USA. Laut US-Präsident Trump verlaufen die Verhandlungen "unglaublich gut". Ein neues, vom chinesischen Volkskongress verabschiedetes Gesetz zu ausländischen Investitionen hebt den Zwang von Technologietransfers an chinesische Partnerunternehmen auf. Dies wird als Zugeständnis an US-Präsident Donald Trump gewertet. Bleibt noch das Brexit-Drama: Das britische Parlament hat sich nach gefühlt Dutzenden von Debatten und Abstimmungen zum EU-Austritt nicht einigen können. Allmählich scheint allen Beteiligten die Puste auszugehen. Es läuft wohl auf eine Fristverlängerung um drei Monate hinaus. Ein erneutes Referendum hat das britische Unterhaus zudem abgelehnt. Das Risiko eines ungeordneten Austritts bleibt bestehen. Wahrscheinlich wird Premierministerin May in der Berichtswoche ein letztes Mal über ihren Brexit-Deal abstimmen lassen. Inzwischen hofft man geradezu, dass es zu einer Verschiebung über die Mitte dieses Jahres hinaus kommt, um eine längere Debatten- und Abstimmungspause zu erreichen. Aktien könnten diese dann für ihre Geburtstagsparty nutzen.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019
	31.12.2018	07.03.2019				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	1,4	-1,0	1,13	1,20	1,20	1,25
Japanischer Yen	-0,3	-1,1	126	128	128	132
Britisches Pfund	5,3	0,2	0,85	0,85	0,80	0,80
Schweizer Franken	-0,8	-0,2	1,13	1,15	1,15 (1,20)	1,20
	in Bp		%			
3M Euribor	0	0	-0,31	-0,30	-0,30 (-0,25)	-0,30 (-0,10)
3M USD Libor	-20	1	2,61	3,00	3,00	2,90
10 jähr. Bundesanleihen	-16	2	0,09	0,25 (0,40)	0,35 (0,50)	0,50 (0,70)
10 jähr. Swapsatz	-22	1	0,59	0,75 (0,80)	0,85 (0,90)	0,95 (1,10)
10 jähr. US-Treasuries	-5	-1	2,63	3,00 (3,20)	2,90 (3,10)	2,90 (3,10)
	%		Index			
DAX	9,7	0,6	11.587	12.700	13.000	13.200
	%					
Brentöl \$/B	25,0	1,4	67	68	66	67
Gold \$/U	1,1	0,8	1.296	1.350	1.320	1.300

*Schlusskurse vom 14.03.2019

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 12 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 18.03.2019						
15:00	US	Mrz	NAHB Housing Index	63	63	62
Dienstag, 19.03.2019						
11:00	DE	Mrz	ZEW-Indikator	-13,4	-11,5	-13,4
15:00	US	Jan	Aufträge in der Industrie; % m/m	0,2	0,0	0,1
Mittwoch, 20.03.2019						
08:00	DE	Feb	Erzeugerpreise			
			% m/m	0,1	0,1	0,4
			% y/y	2,8	2,8	2,6
20:00	US		FOMC-Zinsentscheidung; %	2,25 - 2,50	2,25 - 2,50	2,25 - 2,50
Donnerstag, 21.03.2019						
14:30	US	Mrz	Philadelphia Fed; Index	10,0	4,0	-4,1
13:30	US	16. Mrz	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	225	k.A.	229
15:00	US	Feb	Frühindikatoren, % m/m	0,1	0,1	0,0
16:00	EZ	Mrz	EU-Kommission; Saldo: IKonsumentenvertrauen	-7,4	-7,4	-7,4
Freitag, 22.03.2019						
09:30	DE	Mrz	Einkaufsmanagerindex (Verarb. Gewerbe, Vorabschätzung)	47,9	48,1	47,6
09:30	DE	Mrz	Einkaufsmanagerindex (Dienstleistungen, Vorabschätzung)	55,0	54,9	55,3
10:00	EZ	Mrz	Einkaufsmanagerindex Verarb. Gewerbe	49,6	49,5	49,3
10:00	EZ	Mrz	Einkaufsmanagerindex Dienstleistungen	52,5	52,5	52,8
15:00	US	Feb	Verkauf bestehender Häuser, Mio. (JR)	5,1	5,1	4,9

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

2.1 Renten: Geringerer Spielraum für höhere Renditen

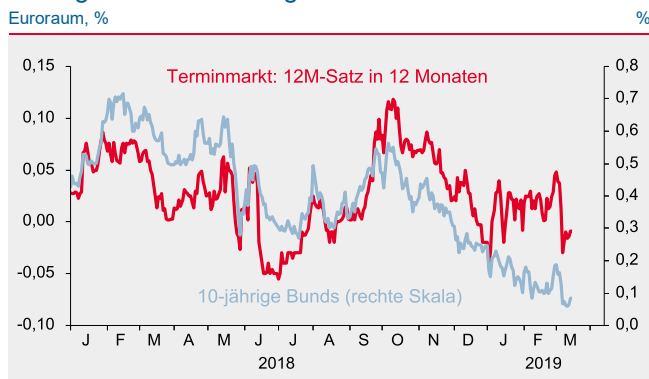
Ulf Krauss
Tel.: 0 69/91 32-47 28

Mario Draghi hat klar gemacht, dass es in seiner Amtszeit keine Zinsanhebungen geben wird. Die Konjunktur dürfte sich im Jahresverlauf zwar erholen, was durchaus Raum für steigende Renditen gibt. Das jüngste Signal der EZB wird jedoch nachhallen und die Euro-Kapitalmarktzinsen auf einem bescheidenen Niveau deckeln.

EZB schafft Fakten

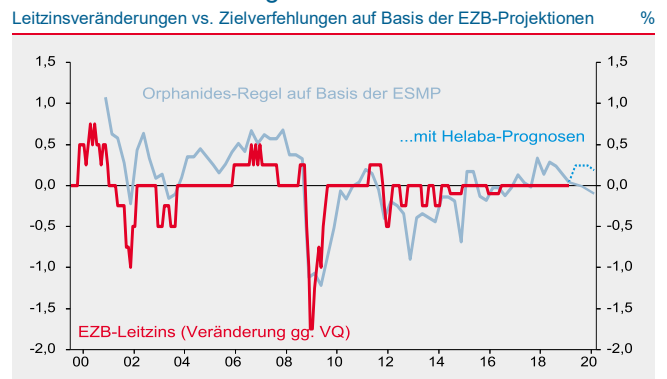
Der EZB-Rat hatte aufgrund anhaltend schwacher Konjunkturdaten zuletzt keine Geduld mehr und blies die für dieses Jahr avisierte Zinserhöhung kurzerhand ab. Für Anleger kam die Entscheidung zu diesem frühen Zeitpunkt unerwartet, sichtbar an der Entwicklung der Terminmarktsätze. Hatten sich diese im Vorfeld der Sitzung noch nach oben orientiert, so kam es in Folge der EZB-Entscheidung zu einer deutlichen Gegenbewegung. Damit verbunden war auch ein spürbarer Rückgang der Renditen. 10-jährige Bunds fielen im Tief auf 0,05 %, nachdem sie sich zeitweilig auf 0,2 % erholt hatten. Mario Draghi drückte auf den Krisenknopf und die Investoren reagierten. Der veränderte geldpolitische Ausblick nimmt auch Einfluss auf unsere Renditeprognosen. Wir reduzieren unser Ziel für 10-jährige Bunds zum Jahresende 2019 von 0,7 % auf 0,5 %. Im Rahmen des globalen Zinsverbunds senken wir ebenfalls die Prognosen für US-Treasuries.

Schlag für Zinserhöhungsfantasie



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

EZB aber zu vorsichtig



ESMP = ECB staff macroeconomic projections for the euro area
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Erwartungen passen sich an

Durch die EZB-Entscheidung wurde bei den Anlegern die Meinung gefestigt, dass die Währungshüter von einer geldpolitischen Wende noch weit entfernt sind. Mittlerweile nähert sich mit dem Juni das fünfjährige Jubiläum des negativen Einlagensatzes. Erfahrungsgemäß ist dies ein Zeitraum, in dem die Erwartungen kaum noch vom Durchschnittswert der vergangenen Jahre abweichen. Es stellt sich gleichwohl immer noch die Frage, wann die EZB die Anpassungen insbesondere beim Strafzins vornimmt. Noch überwiegt im EZB-Rat die Meinung, dass die Vorteile negativer Zinsen überwiegen. Zuletzt waren aber auch einige skeptische Stimmen von Notenbankern zu vernehmen.

Die Orphanides-Regel

Als Orientierung in Zinsfragen können geldpolitische Regeln helfen. Die bekannte ist dabei die Regel von John Taylor, die allerdings seit Jahren steigende Leitzinsen signalisiert. Zuletzt war öfter von der sogenannten Orphanides-Regel zu hören, benannt nach dem Ökonomen Athanasios Orphanides, ehemaliger Zentralbankchef Zyperns. Danach hängen Leitzinsveränderungen zur Hälfte von der Abweichung der Inflationsprognose vom Inflationsziel sowie zur anderen Hälfte von der Differenz der BIP-Prognose vom Potenzialwachstum ab. Setzt man die zuletzt pessimistischeren EZB-Prognosen in die entsprechende Funktion ein, wird das Bild unveränderter Leitzinsen zwar bestätigt. Anders ist jedoch das Ergebnis, wenn die Wachstums- und Inflationsprognose der Helaba als Input dienen. Dann ergäbe sich schon in diesem Jahr etwas Spielraum für höhere Zinsen. Nach der deutlichen Ansage der EZB sehen wir aber erst das zweite Quartal 2020 als einen möglichen Zeitpunkt.

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

2.2 Fed: Fingerspitzengefühl gefragt

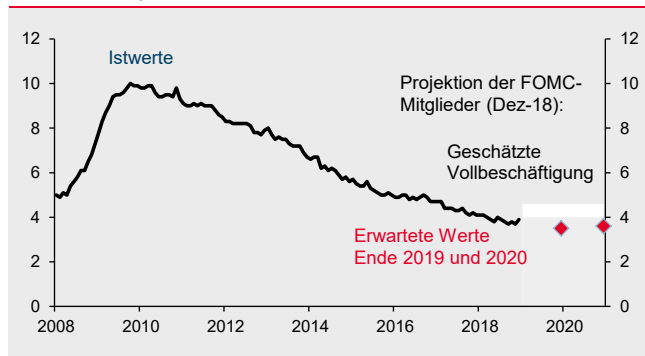
Auf der FOMC-Sitzung in der Berichtswoche ist eine Änderung des Leitzinses sehr unwahrscheinlich. Das Kommuniké wurde schon im Januar spürbar angepasst. Die spannendste Frage ist daher diesmal: Passen die neuen Projektionen der Geldpolitiker zur dominierenden Stimmung an den Märkten, nach der der Straffungszyklus der Fed schon vorbei ist?

Konfusion durch Projektionen

Seit 2007 veröffentlicht die Fed viermal im Jahr die Projektionen der FOMC-Mitglieder zu Wachstum, Teuerung, Arbeitslosigkeit und dem Pfad für die Federal Funds Rate, der gemäß dem jeweiligen Geldpolitiker „angemessen“ ist. Seit 2011 stellt die US-Notenbank diese Informationen unmittelbar nach dem Ende der Sitzung zur Verfügung. In der Retrospektive betrachtet, hat diese Kommunikationsinnovation aber mehr geschadet als genutzt. Die Fed-Chefs Yellen und Powell sahen sich immer wieder gezwungen, in ihren Pressekonferenzen darauf hinzuweisen, dass a) diese Projektionen die Meinungen aller FOMC-Mitglieder widerspiegeln, während die jeweilige geldpolitische Entscheidung nur von den Stimmberechtigten explizit getragen wird und b) der rechnerische Median der Projektionswerte keineswegs eine Art „Konsens“ innerhalb des Gremiums reflektiert. Wie die Berichterstattung in den Medien und die Marktreaktionen aber immer wieder beweisen, ist diese Botschaft bis heute nicht angekommen.

Arbeitsmarkt nachhaltig „überausgelastet“

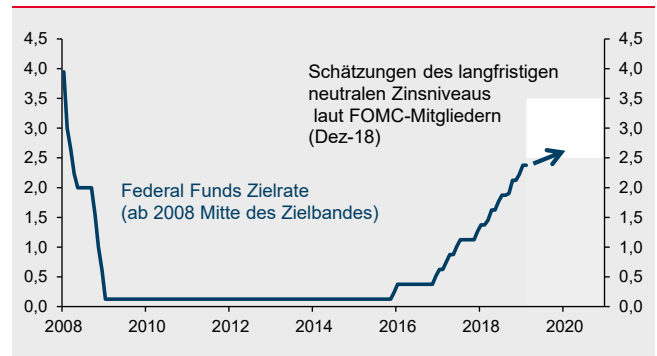
US-Arbeitslosenquote, %



Quellen: Macrobond, FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

„Neutrale Zone“ noch nicht mal erreicht

US-Leitzins, %



Quellen: Macrobond, FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mit ihrem abrupten Kurswechsel im Januar¹ schwenkte die Notenbank um von einer andauernden Bilanznormalisierung und einer weiteren graduellen Rücknahme des expansiven Zinsniveaus hin zu einem „geduligen“ Vorgehen. Am Markt wurde dies als „Das war’s!“ interpretiert. Eine Zinssenkung 2019 gilt nun laut Fed-Funds-Futures sogar als etwas wahrscheinlicher als eine Zinserhöhung. Wirklich? Es wäre schon überraschend, wenn die Mehrheit der Notenbanker von den wenig dramatischen Veränderungen im Preisklima und bei den Konjunkturdaten seit der Dezembersitzung (letzter Projektionstermin) so beeindruckt worden wäre, dass sie von drei erwarteten Zinserhöhungen 2019 auf null oder sogar auf Zinssenkungen springt.

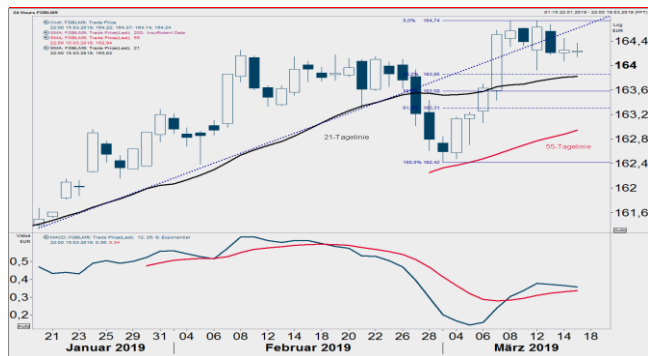
In diesem Straffungszyklus hat der Finanzmarkt im Großen und Ganzen den Fehler von 2004-2006 wiederholt und die bevorstehenden Zinserhöhungen unterschätzt. Dies galt vor allem für die Jahre 2017 und 2018. Wir gehen davon aus, dass die FOMC-Mitglieder den Pfad einer „angemessenen“ Federal Funds Rate nun mehrheitlich niedriger ansetzen als noch im Dezember – ob es dafür gute Gründe gibt, steht auf einem anderen Blatt. Allerdings dürften die meisten Geldpolitiker für 2019 nach wie vor einen oder zwei Zinsschritte auf der Agenda haben. Wenn dies am Markt ernst genommen wird, was alles andere als ausgemachte Sache ist, droht ein Rückschlag für jene Assets, deren Preise derzeit auf einem Ende des Straffungszyklus beruhen. Wir rechnen mit einer weiteren Zinserhöhung um die Jahresmitte. Im zweiten Halbjahr dürfte die US-Konjunktur jedoch an Schwung verlieren, so dass dann das makroökonomische Umfeld und nicht nur die Nervosität an den Märkten der Fed Argumente für eine „gedulige“ Herangehensweise geben wird.

¹ Siehe ausführlicher [USA Aktuell „Prognose Update: Querschuss von der Fed“](#) vom 11. März 2019.

3 Charttechnik

Bund-Future: Anstiegsdynamik hat nachgelassen

MACD Bund-Future (täglich)



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

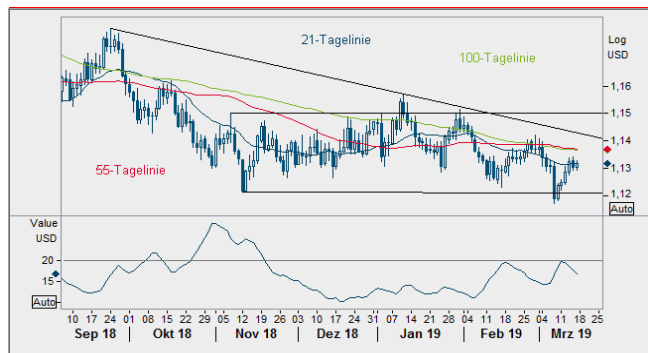
Widerstände:	164,74	164,97	165,10
Unterstützungen:	163,80	163,06	162,42

Die Anstiegsdynamik hat nachgelassen, nachdem der Future daran gescheitert ist, das letzte Woche markierte Kontrakthoch bei 164,74 zu überwinden. Die Verluste halten sich aber in Grenzen und die quantitativen Indikatoren sind konstruktiv, wenngleich der stark rückläufige ADX dafür spricht, dass der Aufwärtsimpuls an Kraft verliert. Sollte die Marke von 164,74 dennoch überwunden werden, zeigen sich weitere Widerstände bei 164,97 und 165,10, hergeleitet aus dem fortlaufenden Kontrakt. Nach unten bietet die 21-Tagelinie bei 163,80 ersten Halt.

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

EUR-USD: Wichtige Hürden voraus

ADX EUR-USD (täglich)



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

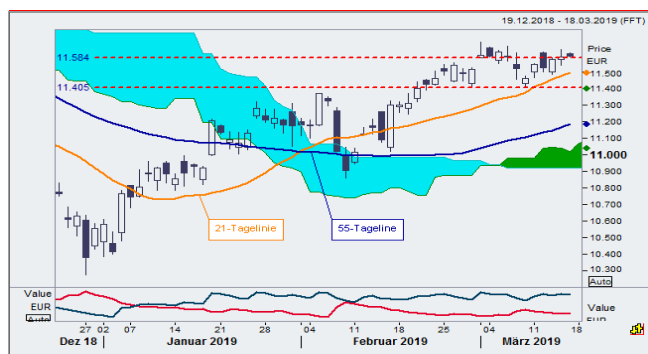
Widerstände:	1,1369	1,1420	1,1428
Unterstützungen:	1,1275	1,1242	1,1174

Der Euro hat sich im Wochenverlauf erholt, wichtige Widerstände konnten bislang aber nicht überwunden werden. Zu nennen sind die 55- und 100-Tagelinien im Bereich 1,1369/69 und die Widerstandslinie des seit September 2018 bestehenden Abwärtstrends, die heute bei 1,1428 verläuft. Zu erwähnen ist auch das markante Hoch von Ende Februar bei 1,1420. Die Indikatoren im Tageschart liefern uneinheitliche Signale. Zwar liegen MACD und Stochastic oberhalb ihrer Signallinien, das Kursmomentum ist aber negativ, der ADX niedrig und rückläufig.

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

DAX: Gelingt der Ausbruch nach oben?

DMI/Ichimoku DAX (daily)



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	11.652	11.727	11.789
Unterstützungen:	11.477	11.438	11.405

Am 8. März hat der DAX bei 11.405 Zählern und damit exakt auf einer Strukturmarke ein Zwischentief ausgebildet. Seitdem ist es dem deutschen Leitindex gelungen, sich oberhalb dieser Marke zu etablieren. Im weiteren Verlauf wurde das bei 11.584 Zählern liegende Fibonacci-Retracement mehrfach einem Test unterzogen. Dieses wird auch in den kommenden Tagen von Bedeutung sein. Insbesondere, wenn es dem deutschen Leitindex nicht gelingen sollte, sich nachhaltig vom 200er Exponential Moving Average (11.652) nach oben abzusetzen.

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, %			
	2017	2018	2019p	2020p	2017	2018	2019p	2020p
Euroland	2,5	1,8	1,4	1,8	1,5	1,8	1,6	1,8
Deutschland	2,5	1,5	1,3	1,8	1,5	1,8	1,8	1,9
Frankreich	2,3	1,5	1,3	1,8	1,2	2,1	1,7	1,8
Italien	1,7	0,8	0,7	1,6	1,3	1,2	1,1	1,3
Spanien	3,0	2,5	2,3	2,1	2,0	1,7	1,4	1,6
Niederlande	3,0	2,5	2,2	1,8	1,3	1,6	2,2	1,8
Österreich	2,7	2,7	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,1
Griechenland	1,5	1,9	1,9	2,0	1,1	0,8	1,2	1,2
Portugal	2,8	2,0	1,8	1,7	1,6	1,2	1,6	1,6
Irland	7,2	6,7	3,5	3,2	0,3	0,7	0,9	1,5
Großbritannien	1,8	1,4	1,2	1,5	2,7	2,5	2,0	2,2
Schweiz	1,7	2,5	1,6	1,5	0,5	0,9	0,8	1,0
Schweden	2,4	2,4	2,4	2,4	1,8	2,1	2,2	2,0
Norwegen	2,4	1,7	2,4	2,4	1,9	3,0	2,5	2,6
Polen	4,8	5,1	3,8	3,3	2,0	1,6	1,9	1,8
Ungarn	4,4	5,0	3,6	2,5	2,4	2,8	3,1	2,8
Tschechien	4,5	3,0	2,8	2,5	2,5	2,1	2,2	2,0
Russland	1,6	2,3	1,7	1,7	3,7	2,9	4,3	4,0
USA	2,2	2,9	2,6	1,8	2,1	2,4	2,0	2,1
Japan	1,9	0,8	0,7	0,3	0,5	1,0	1,0	2,0
Asien ohne Japan	5,8	5,7	5,2	5,0	2,3	2,6	3,0	3,1
China	6,8	6,6	6,0	5,8	1,6	2,1	2,2	2,0
Indien	6,7	7,4	7,2	7,2	3,3	4,0	3,9	3,2
Lateinamerika*	0,8	0,8	1,8	2,0	6,2	6,8	6,8	5,2
Brasilien	1,0	1,1	2,3	2,2	3,4	3,7	4,0	3,9
Welt	3,7	3,6	3,4	3,2	2,5	2,8	2,8	2,8

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

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