



Kleiner Schock

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 03 mit Prognosen	3
2 Im Fokus	4
2.1 Geldpolitik: Und was kommt jetzt?	4
2.2 Euro-Benchmark-Bankanleihen mit fixem Kupon: 2020 erneut starkes Emissionsjahr	5
3 Charttechnik	6
4 Prognosetabelle	7

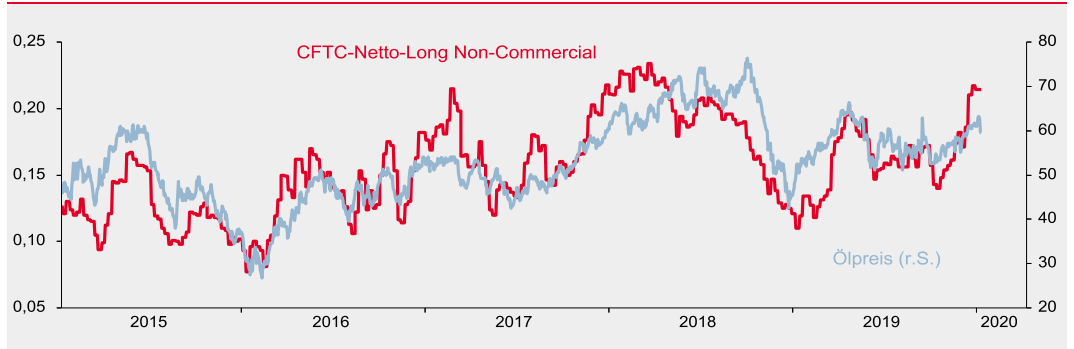
1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Rohöl: Investoren bereits positioniert

Netto-Long-Positionierung in Relation zum Open Interest

WTI-Future in USD pro Barrel



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Zuspitzung des Irankonflikts war in den ersten Tagen des Jahres das bestimmende Thema an den Märkten. Der Brent-Öl-Future hat dabei ein Hoch bei 71,75 US-Dollar pro Barrel markiert, der WTI-Future bei 65,65 US-Dollar. Den Risikoaufschlag schätzten wir zwischenzeitlich auf 5-8 US-Dollar. Die entscheidende Frage ist, ob die Ölpreise nachhaltig – etwa durch Lieferunterbrechungen – nach oben getrieben werden. Bislang ist es nicht der Fall. Unter der Voraussetzung, dass die jüngsten Entwicklungen nicht in einer langwierigen, militärischen Auseinandersetzung zwischen den USA/Israel und dem Iran münden, halten wir es für wahrscheinlich, dass die Ölpreise wieder fallen. Zum einen sind die physischen Märkte ausreichend mit Öl versorgt sowie freie Kapazitäten vorhanden und zum anderen sind spekulative Marktteilnehmer bereits "long" positioniert. Wir halten somit an unserer Prognose von 60 US-Dollar pro Barrel Brent per Ende Q1/2020 fest.

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 neue Dekade begann mit einem kleinen Schock, aber nun ist alles wieder gut. Die führenden US-Aktienindizes notieren auf Allzeithochs, der DAX steht kurz davor, die Emissionstätigkeit an den Anleihemärkten war kräftig (S. 5) – so schlimm kann die Welt nicht sein. Die Tötung des iranischen Generals Soleimani durch die USA und der darauf folgende Angriff des Irans auf US-Stützpunkte im Irak erhöhte die Nervosität nur kurzzeitig. Insbesondere der Gold- und Rohölpreis schossen hoch (S. 1). Da der Konflikt angesichts der maßvollen Reaktion von US-Präsident Trump zunächst aber nicht weiter zu eskalieren droht, war an den Märkten das Thema schnell wieder erledigt, die Jahresanfangseuphorie setzte sich fort. Der US-Iran-Konflikt ist nicht ganz neu und wird sich nicht so schnell in Luft auflösen. Allerdings zeigten schon die Ereignisse im abgelaufenen Jahr (u.a. der Angriff auf Ölanlagen in Saudi-Arabien), dass die wirtschaftlichen Konsequenzen sehr begrenzt waren und daher die Finanzmärkte zügig zur Tagesordnung gegangen sind.

Andere politische Themen stehen kurz vor einer Lösung. In der Berichtswoche wird Chinas Vize-Premier Liu He nach Washington fahren und dort den Handelsdeal „Phase 1“ unterzeichnen. Zumindest bis auf weiteres dürfte damit im US-chinesischen Handelskonflikt ein Waffenstillstand gelten. Auch der Brexit ist nach der jüngsten Zustimmung zur Gesetzgebung zum EU-Austritt im britischen Unterhaus quasi gesichert. Viel wichtiger als der Brexit und die anschließenden Verhandlungen über das zukünftige Verhältnis scheint derzeit in Großbritannien der „Megxit“, der Rückzug von Prinz Harry und seiner Frau Meghan von ihren königlichen Pflichten. So schnell wird die britische Monarchie aber nicht verschwinden.

Ein Reigen von US-Konjunkturdaten steht ebenfalls auf der Agenda. Die Inflationszahlen dürften leicht steigen, die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion könnten enttäuschen. Daneben werden u.a. regionale Stimmungsindikatoren und einige Daten aus dem Bausektor veröffentlicht. In Deutschland gibt es die Vorabschätzung für das Wachstum 2019, im Gesamtjahr stieg das Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich um 0,6 %. Die jüngsten Daten aus der deutschen Industrie fielen uneinheitlich aus. Aber es besteht Hoffnung, dass das Sorgenkind der hiesigen Wirtschaft einen Boden findet, zumal der handelspolitische Gegenwind nachlässt. Das konjunkturelle Auf und Ab scheint jedoch an den Finanzmärkten an Bedeutung verloren zu haben. Vielleicht steht erneut die Geldpolitik im Fokus, diesmal eher die mögliche strategische Neuorientierung der Notenbanken (S. 4) mit Blick auf die neue Dekade.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020
	31.12.2019	03.01.2020				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	1,0	0,6	1,11	1,15	1,20	1,20
Japanischer Yen	0,1	-0,3	122	122	125	125
Britisches Pfund	-0,5	0,0	0,85	0,85	0,85	0,80
Schweizer Franken	0,4	0,4	1,08	1,10	1,10	1,15
	in Bp		%			
3M Euribor	-1	-1	-0,39	-0,50	-0,50	-0,50
3M USD Libor	-7	-7	1,83	1,70	1,80	1,85
10 jähr. Bundesanleihen	1	4	-0,18	-0,40	-0,30	-0,25
10 jähr. Swapsatz	-5	0	0,16	0,00	0,10	0,15
10 jähr. US-Treasuries	-6	-2	1,85	1,80	1,90	2,00
	%		Index			
DAX	1,9	0,8	13.495	13.800	14.000	13.800
	%					
Brentöl \$/B	-1,0	-1,3	65	60	60	60
Gold \$/U	2,3	1,5	1.552	1.600	1.650	1.680

*Schlusskurse vom 09.01.2020

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 03 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 13.01.2020						
16:00	US		Boston-Fed-Präsident Rosengren			
18:40	US		Atlanta-Fed-Präsident Bostic			
Dienstag, 14.01.2020						
14:30	US	Dez	CPI Konsumentenpreise % m/m % y/y	0,3 2,4	0,2 2,3	0,3 2,1
14:30	US	Dez	CPI ohne Energie & Nahrungsmittel % m/m % y/y	0,2 2,3	0,2 2,3	0,2 2,3
15:00	US		New -York-Fed-Präsident Williams			
19:00	US		Kansas-City-Fed-Präsidentin George			
Mittwoch, 15.01.2020						
08:00	DE	2019	BIP 1. Schätzung kalenderbereinigt nicht kalenderbereinigt	0,6 0,6	k.A. 0,6	1,5 1,5
11:00	EZ	Nov	Industrieproduktion % m/m, s.a. % y/y, s.a.	0,5 -0,8	0,4 k.A.	-0,5 -2,4
14:30	US	Dez	PPI Erzeugerpreise, % m/m	0,2	0,2	0,0
14:30	US	Dez	PPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % m/m	0,2	0,2	-0,2
14:30	US	Jan	Empire-State-Umfrage; Index	4,0	4,0	3,5
17:00	US		Philadelphia-Fed-Präsident Harker			
18:00	US		Dallas-Fed-Präsident Kaplan			
20:00	US		Beige Book			
Donnerstag, 16.01.2020						
14:30	US	Jan	Philadelphia Fed; Index	5,0	3,4	0,3
14:30	US	Dez	Einzelhandelsumsätze, % m/m	0,0	0,3	0,2
14:30	US	Dez	Einzelhandelsumsätze ohne Pkw s, % m/m	0,1	0,5	0,1
14:30	US	11. Jan	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	220	k.A.	214
16:00	US	Jan	NAHB Housing Index	76	74,0	76
16:00	US	Nov	Lageraufbau; % m/m	-0,1	-0,1	0,2
Freitag, 17.01.2020						
14:30	US	Dez	Baubeginne % m/m Tsd (JR)	1,1 1.380	1,1 1.380	3,2 1.365
14:30	US	Dez	Baugenehmigungen % m/m Tsd (JR)	-0,5 1.475	-0,9 1.469	1,4 1.482
15:00	US		Philadelphia-Fed-Präsident Harker			
15:15	US	Dez	Industrieproduktion, % m/m	-1,0	0,0	1,1
15:15	US	Dez	Kapazitätsauslastung; %	76,4	77,3	77,3
16:00	US	Jan	Verbrauchervertrauen (UoM); vorl. Index	99,0	99,2	99,3

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

2.1 Geldpolitik: Und was kommt jetzt?

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

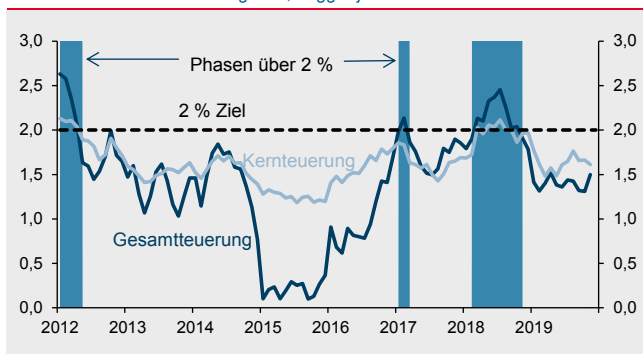
Die wichtigsten Notenbanken, die Fed und die EZB, haben interne Debatten gestartet, in denen es um eine grundlegende Reform ihrer geldpolitischen Strategie geht. Die US-Notenbank plant, diesen Prozess bis zur Jahresmitte 2020 abgeschlossen zu haben. Auch in der EZB ist nach dem Führungswechsel im Herbst 2019 und angesichts der prononcierten Meinungsunterschiede hinsichtlich Negativzins und Kaufprogramme eine Debatte überfällig. Eine grundsätzliche strategische Neuorientierung der Geldpolitik hat das Potenzial, 2020 eines der wichtigsten Themen an den Finanzmärkten zu werden.¹

2 % Inflation nur
selten erreicht

Eine Ursache für die Debatte beiderseits des Atlantiks ist wohl die spürbare und nicht nur vorübergehende Verfehlung des Inflationsziels beider Notenbanken. Die Fed hat ihr Ziel seit seiner Einführung Anfang 2012 so gut wie nie erreicht. Meist lag die Teuerung gemessen am von der Notenbank präferierten Indikator – dem Preisindex für Konsumausgaben – unter dem Zielwert von 2 %, oft deutlich. Selbst wenn man großzügig eine Teuerung innerhalb des Korridors von 1,5 % bis 2,5 % als Treffer zählt, lag die Zielerfüllungsquote von 2012 bis heute nur bei 13 % der Monate.

Inflationsziel weitgehend verfehlt

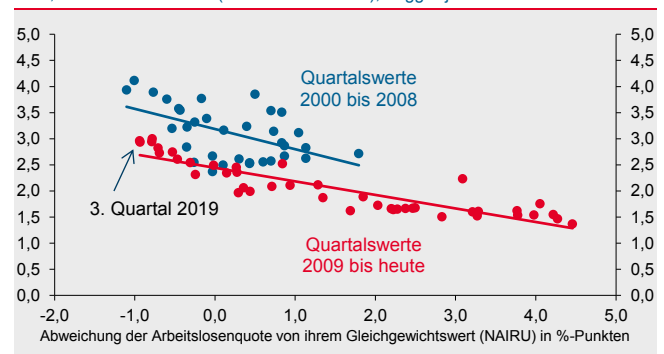
US-Preisindex für Konsumausgaben, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Flachere „Phillips-Kurve“

USA, Löhne und Gehälter (Arbeitskostenindex), % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Eine Hauptursache für diese Zielverfehlung ist wohl, dass der traditionelle Wirkungskanal der Geldpolitik, die so genannte „Phillips-Kurve“, an Wirksamkeit verloren hat. In früheren Jahrzehnten wirkten Änderungen des gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrads spürbar schneller und stärker auf die Löhne und damit auf das Verbraucherpreisniveau. Zwar ist die Phillips-Kurve nicht tot, sie ist aber deutlich flacher geworden – was der Notenbank die Steuerung der Inflation über die Wirkungskette „Zinsen → Konjunktur → Auslastungsgrad → Preise“ merklich erschwert.

Auch in der Kommunikation mit den Finanzmärkten und der Öffentlichkeit allgemein bestehen sowohl bei der Fed als auch bei der EZB noch nennenswerte Verbesserungsspielräume. „Forward guidance“, ein von vielen Notenbankern innig geliebtes Konzept, hat beispielsweise seit der Finanzkrise für viel Verwirrung gesorgt. Manche Anleger (und Medienvertreter) haben offenbar auch mehr als zehn Jahre nach ihrer Einführung noch nicht richtig verstanden, was die im Vierteljahrestakt veröffentlichten Projektionen der FOMC-Mitglieder nun eigentlich aussagen sollen. Notenbanken und Notenbanker haben heute generell ein deutlich höheres öffentliches Profil als früher und sie denken laut darüber nach, in ihrer Geldpolitik zusätzliche Ziele zu berücksichtigen – z.B. den Klimaschutz. Die Sinnhaftigkeit solcher Nebenziele sollte in einer Grundsatzdebatte über die Strategien der Notenbanken ebenfalls thematisiert werden.

In den kommenden Wochen werden wir in weiteren Beiträgen im Wochenausblick und in anderen Publikationen auf einzelne Aspekte dieser Diskussion näher eingehen.

¹ Dies ist eine Kurzfassung eines „[USA Aktuell](#)“, das heute veröffentlicht wurde.

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

2.2 Euro-Benchmark-Bankanleihen mit fixem Kupon: 2020 erneut starkes Emissionsjahr

Im Gesamtjahr 2019 erreichten die Emissionen erstrangig unbesicherter Bankanleihen im Euro-Benchmarkformat mit fixem Kupon einen Rekordwert von nahezu 150 Mrd. Euro. Für 2020 rechnen wir v.a. wegen niedrigerer Fälligkeiten zwar mit einem Rückgang auf 130 Mrd. Euro. Damit dürfte es jedoch erneut ein sehr starkes Jahr werden.

Rekordjahr bei erstrangig unbesicherten Anleihen

Mit einem Anstieg um 50 % gegenüber Vorjahr auf nahezu 150 Mrd. Euro erreichten erstrangig unbesicherte Emissionen im Euro-Benchmark-Format mit fixem Kupon das höchste Volumen seit dem Krisenjahr 2009. Gründe waren umfangreiche Fälligkeiten, das äußerst freundliche Marktumfeld und der anhaltende Trend von variablen zu fixen Kupons im Niedrigzinsumfeld. Ferner war das Kerngeschäft der Institute von regem Kreditwachstum geprägt. Darüber hinaus emittierten viele Banken, v.a. aus Frankreich und Spanien, umfangreich Non-preferred Senior Anleihen, um ihr regulatorisches Mindest-Haftkapital zu erreichen.

Die Primärmarktaktivität bei Covered Bonds war 2019 mit 164 Mrd. Euro zwar nur leicht stärker als im Vorjahr, im historischen Vergleich war es jedoch ebenfalls ein sehr gutes Jahr. Bei unterdurchschnittlichen Fälligkeiten führen wir dies vor allem auf das sehr freundliche Marktumfeld und das starke Wachstum bei Immobilienkrediten zurück.

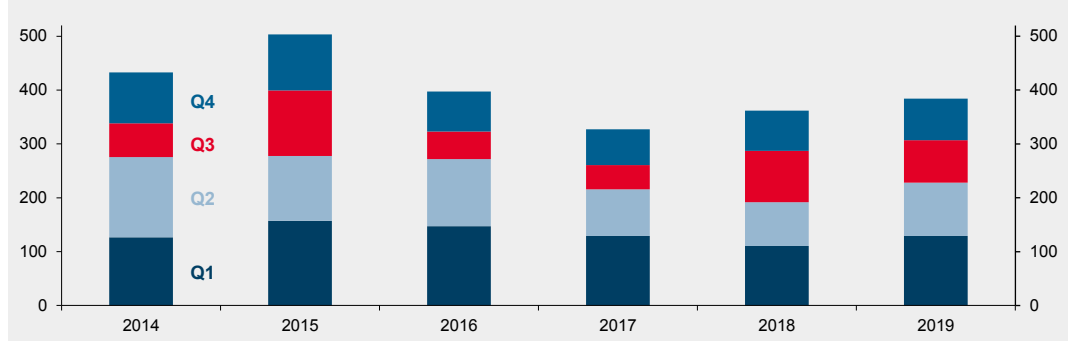
Niedrigere Fälligkeiten sprechen für leichte Abschwächung 2020

Das Emissionsjahr 2020 hatte einen fulminanten Start. Für das Gesamtjahr 2020 erwarten wir fest verzinsliche Senior Unsecured Emissionen im Euro-Benchmark Format von rund 130 Mrd. Euro. Geringere Fälligkeiten und weniger Non-preferred Senior Emissionen sprechen für die leichte Abschwächung. Viele Banken haben ihr regulatorisches Haftkapital nunmehr ausreichend aufgebaut, auch wenn vereinzelt, etwa in Schweden, noch umfangreiche Non-preferred Emissionen anstehen. Insgesamt wird es wohl dennoch erneut ein sehr starkes Emissionsjahr, gestützt durch weiter gutes Kreditwachstum im stabilen Geschäftsumfeld mit niedrigen Zinsen. Wir erwarten einen steigenden Anteil günstigerer Preferred Emissionen. Die im zweiten Halbjahr 2020 zurückzahlenden Mittel aus dem längerfristigen EZB-Refinanzierungsprogramm TLTRO-II.1-3 von rund 300 Mrd. Euro dürften gemäß unserer Erwartung weitgehend durch das seit September 2019 laufende Programm TLTRO-III.1-7 ersetzt werden. Mit den ersten beiden Tranchen wurden bereits gut 101 Mrd. Euro zugeteilt.

EUR Benchmark-Emissionen 2019: Starke Emissionstätigkeit setzte sich in Q4 fort

Mrd. EUR (fix und variabel verzinst, gedeckt und ungedeckt)

Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rege Immobilienkreditvergabe stützt Emissionen von Covered Bonds

Das Covered Bond Angebot dürfte 2020 wieder über den Fälligkeiten liegen. Fördernd wirken weiterhin steigende Immobilienkreditvolumina und zunehmende Platzierungen junger und neuer Emittenten. An Abnehmern mangelt es nicht – die EZB lässt sich 2020 wieder öfter sehen und stützt das Segment.

3 Charttechnik

Bund-Future: Abwärtsimpuls intakt



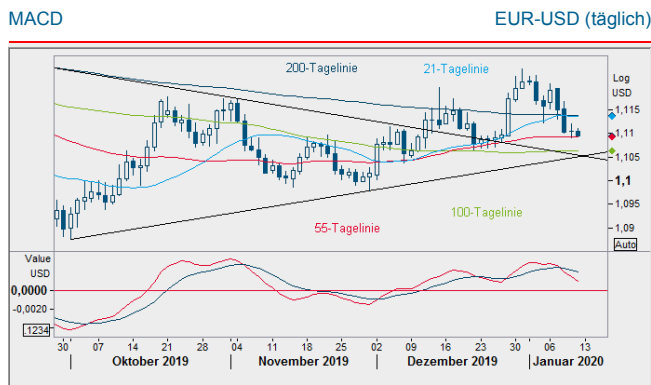
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	172,44	173,22	173,43
Unterstützungen:	171,10	170,19	169,74

Der Future ist zwar hohen Schwankungen ausgesetzt, die 55-Tagelinie und die bei 172,54 verlaufende Widerstandslinie des September-Abwärtstrends konnten aber nicht nachhaltig überwunden werden. Daher scheint der übergeordnete Abwärtsimpuls intakt zu sein. Erst bei Kursen oberhalb von 173,43 (Retracement) und 173,61 (markantes Hoch) würde sich der Ausblick nachhaltig aufhellen. Hinweise auf eine derartige Befestigung gibt es derzeit nicht. Im Gegenteil: Die Indikatoren im Tageschart verlieren an Schwung und das Kursmomentum ist negativ und weiter nachgebend.

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

EUR-USD: In der Defensive



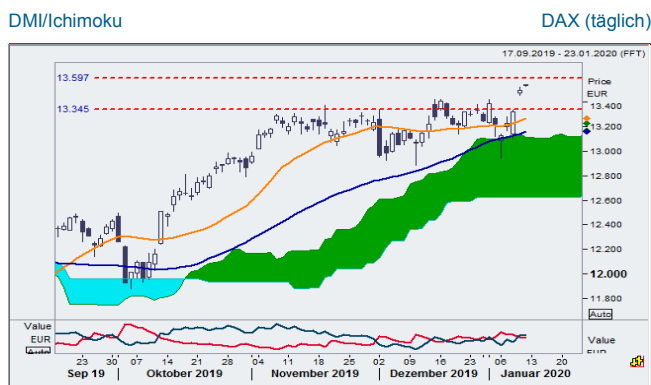
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,1139	1,1206	1,1239
Unterstützungen:	1,1064	1,1051	1,0979

Der Euro hat sich seit Jahresanfang abgeschwächt und dabei die 21- und 200-Tagelinien sowie den kurzfristigen, seit Anfang Dezember bestehenden Aufwärtstrend unterschritten. Zudem ist es zur Eintrübung der quantitativen Indikatoren gekommen, denn MACD und Stochastic richteten sich unterhalb ihrer Signallinien gen Süden. Sollte die 55-Tagelinie bei 1,1093 unterschritten werden, zeigt sich eine weitere Haltemarke bei 1,1064. Hier liegen das markante Tief vom 20. Dezember und die 100-Tagelinie. Der Oktober-Aufwärtstrend verläuft knapp darunter bei 1,1051.

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

DAX: Preis- und Zeitzyklus endet



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	13.597	13.692	13.722
Unterstützungen:	13.420	13.345	13.178

Der DAX befindet sich aktuell in der Nähe seines im Januar 2018 markierten Allzeithochs. Sollte dieses überwunden werden, würde das in der klassischen Interpretation als prozyklisches Signal gewertet. Darüber hinaus gilt es jedoch, weitere Faktoren in die Betrachtung einfließen zu lassen. Allen voran ist der heute zu Ende gehende große Preis- und Zeitzyklus zu nennen. Häufig kommt es in der Nähe derartig markanter Strukturpunkte zu richtungsweisenden Impulsbewegungen. Insofern könnte der neuen Handelswoche eine besondere Bedeutung zukommen.

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, %			
	2018	2019s	2020p	2021p	2018	2019s	2020p	2021p
Eurozone	1,9	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,5
Deutschland	1,5	0,6	1,0	1,6	1,8	1,4	1,6	1,9
Frankreich	1,7	1,3	1,5	1,6	2,1	1,3	1,3	1,6
Italien	0,7	0,2	0,8	1,2	1,2	0,6	0,8	1,1
Spanien	2,4	2,0	1,8	1,8	1,7	0,8	1,0	1,3
Niederlande	2,6	1,8	1,6	1,7	1,6	2,5	1,8	1,9
Österreich	2,3	1,5	1,5	1,7	2,0	1,5	1,6	1,8
Irland	8,2	3,5	3,0	3,0	0,7	0,9	1,2	1,5
Portugal	2,1	1,8	1,7	1,9	1,2	0,5	0,9	1,3
Griechenland	1,9	1,9	2,0	2,0	0,6	0,8	1,1	1,5
Schweden	2,4	1,6	1,7	1,8	2,0	1,8	1,5	1,8
Norwegen	1,6	1,6	1,8	1,9	2,8	2,3	1,9	2,0
Polen	5,2	4,2	3,3	3,4	1,6	2,2	2,7	2,5
Tschechien	2,9	2,6	2,4	2,5	2,1	2,7	2,4	2,2
Ungarn	5,1	4,8	2,9	2,9	2,8	3,3	2,9	2,8
Großbritannien	1,3	1,3	1,0	1,5	2,5	1,8	1,7	2,0
Schweiz	2,8	0,8	1,5	1,5	0,9	0,4	0,5	0,8
USA	2,9	2,3	2,0	2,5	2,4	1,8	2,0	2,0
Japan	0,8	0,8	0,3	1,0	1,0	0,6	1,2	1,0
Asien ohne Japan	5,6	5,1	5,1	5,0	2,6	3,0	2,9	3,0
China	6,6	6,2	5,8	5,5	2,1	2,9	3,3	2,0
Indien	6,8	5,6	6,4	6,8	3,9	3,6	4,2	3,9
Russland	2,3	1,3	1,7	1,7	2,9	4,8	4,2	4,0
Türkei	3,0	-0,3	4,0	3,6	16,3	15,6	10,1	9,4
Lateinamerika*	0,8	1,4	2,0	2,7	6,7	8,3	7,4	5,9
Brasilien	1,1	1,2	2,1	2,6	3,7	3,8	3,7	3,8
Welt	4,0	3,6	3,4	3,5	2,8	2,9	2,8	2,7

s=Schätzung, p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt;

*Inflation Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela

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