



## Prinzip Hoffnung

REDAKTION  
Dr. Stefan Mitropoulos  
Tel.: 0 69/91 32-46 19  
research@helaba.de

HERAUSGEBER  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

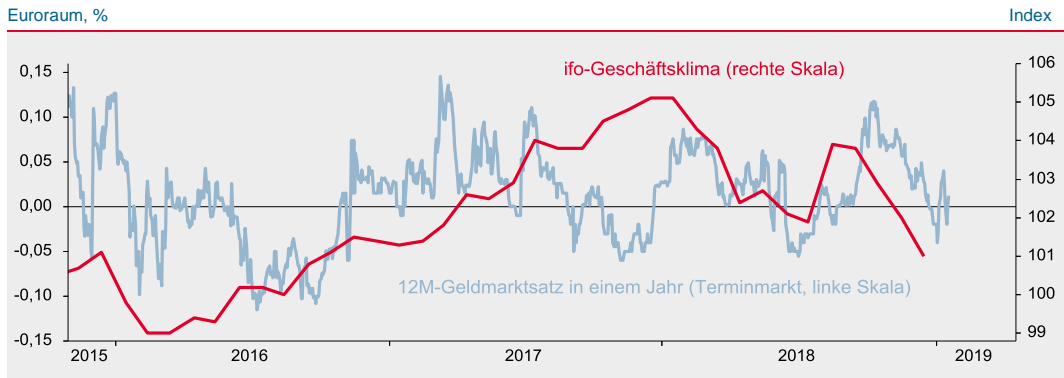
Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

<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 04 mit Prognosen .....	3
<b>2 Im Fokus.....</b>	<b>4</b>
2.1 Großbritannien: Plan B!?.....	4
2.2 Deutschland: Mehr Dynamik durch Sondereffekte .....	5
2.3 China: Zu oft übertriebene Ängste statt nüchterner Analyse .....	6
2.4 Euro Benchmark-Bankanleihen: Emissionstätigkeit ungleichmäßig verteilt .....	7
<b>3 Charttechnik .....</b>	<b>8</b>
<b>4 Prognosetabelle .....</b>	<b>9</b>

## 1 Die Woche im Überblick

### 1.1 Chart der Woche

#### EZB-Rat mit Wachstumsdelle konfrontiert



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unter dem Eindruck schwächerer Euro-Konjunkturdaten und sinkender Teuerung haben die Zins-erhöhungserwartungen deutlich abgenommen. Zuletzt hat sich dieser Trend an den Terminmärkten aber nicht fortgesetzt. Es wird für die Anleger interessant sein, wie der EZB-Rat auf der anstehenden Sitzung die Risikolage bewertet. Die Sprachregelung bezüglich der Wachstumsgefahren hieß bislang „weitgehend ausgewogen“. Mario Draghi sieht den Euroraum nicht auf eine Rezession zusteuern. Er hat vor dem EU-Parlament gleichwohl die aktuellen Unsicherheiten insbesondere im politischen Umfeld sowie einen möglichen länger als erwartet dauernden Konjunkturabschwung hingewiesen. Selbst wenn der EZB-Rat von seiner bisherigen Sprachregelung abrückt, dürfte die Anlegerreaktion überschaubar bleiben. Die Möglichkeiten der Geldpolitik sind derzeit begrenzt: Die Nettoanleihekäufe wurden gerade beendet, die Leitzinsen sind bereits weit unten. Die nächste Gelegenheit, das Wording anzupassen, hätte der Rat Anfang März. Dann liegen die neuen Wachstums- und Inflationsprojektionen als Entscheidungshilfe vor.

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

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

Das Prinzip Hoffnung dominiert zu Ende der Handelswoche. Die politische Situation in Großbritannien (S. 4) ist inzwischen so verfahren, dass der zunehmend spürbare Wunsch um zeitlichen Aufschub für Erleichterung unter den Anlegern gesorgt hat. Ebenso verworren präsentieren sich derzeit die USA: Handelskonflikt mit China und „government shutdown“ sind womöglich auch für Präsident Trump ein Konflikt zu viel. Auch in China steigt vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Schwächetendenzen die Bereitschaft, zu einer Lösung beizutragen. In der Berichtswoche dürfte China (S. 6) für das Schlussquartal 2018 ein weitgehend stabiles Wirtschaftswachstum melden. Die Regierung in Peking bemüht sich aber, schon kleinsten Schwächeerscheinungen mit Steuer-senkungen und einer gelockerten Geldpolitik entgegenzutreten. Das umfasst wohl auch die Außenpolitik. Ende Januar soll der chinesische Vize-Premier nach Washington reisen, um an den Verhandlungen teilzunehmen. Die Hoffnung, dass die Unsicherheiten des vergangenen Jahres allmählich auslaufen, hat die Finanzmärkte in eine Phase der Bodenbildung befördert. Im Wochenvergleich traten Aktien und Renten auf der Stelle, immerhin schaffte der deutsche Leitindex den Sprung über 11.000 Punkte.

Viele Entscheidungen sind allerdings erst einmal nur vertagt, so dass sich ein Befreiungsschlag und eine Erleichterungsrally vorerst nicht abzeichnen. Premierministerin May muss dem Parlament einen Plan B vorlegen, den sie vermutlich nicht hat. Dann dürfte ein zähes Ringen bis zur Abstimmung am 29. Januar folgen und das Eingeständnis, mehr Zeit zu benötigen. Hingegen wird es konjunkturell um die USA erzwungenermaßen ruhiger. Dort fallen wohl erneut viele Datenveröffentlichungen wegen des Regierungsstillstands aus. Die von Präsident Trump geforderten 5,7 Mrd. US-Dollar für seinen Mauerbau sind überschaubar, doch der Streit darüber zwischen Republikanern und Demokraten wird vorerst weiter toben. Im Euroraum und in Deutschland (S. 5) sollte sich das konjunkturelle Bild allmählich aufhellen. Schließlich laufen die belastenden Faktoren insbesondere für die Automobilindustrie aus. Die Auftragslage bessert sich und dürfte zu einer Stabilisierung der europäischen und deutschen Einkaufsmanagerindizes im Januar führen. Für die anstehende EZB-Sitzung (S. 1) gilt wohl deshalb erst einmal: Abwarten und Tee trinken bzw. auf die Wende im Frühling setzen.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019
	31.12.2018	10.01.2019				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	0,6	1,0	1,14	1,15	1,20	1,20
Japanischer Yen	1,2	0,5	124	125	128	128
Britisches Pfund	2,3	2,7	0,88	0,85	0,85	0,80
Schweizer Franken	-0,6	-0,1	1,13	1,15	1,15	1,20
	in Bp		%			
3M Euribor	0	0	-0,31	-0,30	-0,25	-0,10
3M USD Libor	-3	-2	2,78	2,90	3,10	3,30
10 jähr. Bundesanleihen	0	-1	0,24	0,60	0,80	0,90
10 jähr. Swapsatz	-2	-3	0,79	1,05	1,15	1,25
10 jähr. US-Treasuries	7	1	2,75	3,40	3,50	3,40
	%		Index			
DAX	3,4	0,0	10.919	12.300	12.700	13.000
	%					
Brentöl \$/B	13,7	-0,8	61	73	75	72
Gold \$/U	0,7	0,4	1.292	1.280	1.300	1.320

\*Schlusskurse vom 17.01.2019

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 1.3 Finanzmarktkalender KW 04 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Montag, 21.01.2019</b>						
03:00	CH		BIP % q/q % y/y	<b>1,6</b> <b>6,5</b>	1,5 6,4	1,6 6,5
08:00	DE	Dez	Erzeugerpreise % m/m % y/y	<b>0,0</b> <b>3,1</b>	-0,2 3,0	0,1 3,3
	US		Martin Luther King Day - Märkte geschlossen			
<b>Dienstag, 22.01.2019</b>						
11:00	DE	Jan	ZEW-Indikator	<b>-19,0</b>	-18,8	-17,5
16:00	US	Dez	Verkauf bestehender Häuser,* Mio. (JR)	<b>5,3</b>	5,3	5,3
<b>Mittwoch, 23.01.2019</b>						
16:00	EZ	Jan	EU-Kommission; Saldo: Industrievertrauen Konsumentenvertrauen	<b>0,5</b> <b>-6,5</b>	k.A. -6,7	1,1 -6,2
<b>Donnerstag, 24.01.2019</b>						
09:30	DE	Jan	Einkaufsmanagerindex (Verarb. Gewerbe, Vorabschätzung)	<b>51,7</b>	51,1	51,5
09:30	DE	Jan	Einkaufsmanagerindex (Dienstleistungen, Vorabschätzung)	<b>51,8</b>	52,0	51,8
10:00	EZ	Jan	Einkaufsmanagerindex (Verarb. Gewerbe, Vorabschätzung)	<b>51,6</b>	51,3	51,4
10:00	EZ	Jan	Einkaufsmanagerindex (Dienstleistungen, Vorabschätzung)	<b>51,2</b>	51,2	51,2
13:45	EZ		EZB-Sitzung Hauptrefinanzierungssatz Einlagensatz	<b>0,0</b> <b>-0,4</b>	0,0 -0,4	0,0 -0,4
14:30	US	19. Jan	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	<b>220</b>	k.A.	213
16:00	US	Dez	Frühindikatoren, % m/m	<b>-0,1</b>	-0,1	0,2
<b>Freitag, 25.01.2019</b>						
10:00	DE	Jan	ifo Geschäftsklima	<b>100,8</b>	100,5	101,0
16:00	US	Dez	Auftragseingang langlebige Güter,* % m/m	<b>1,0</b>	k.A.	0,8
16:00	US	Dez	Neubauverkäufe,* Tsd. (JR)	<b>k.A.</b>	k.A.	k.A.
<b>im Laufe der Woche</b>						
08:00	DE	Dez	Importpreise % m/m % y/y	<b>-0,7</b> <b>2,2</b>	-0,8 2,1	-1,0 3,1
08:00	DE	Dez	Einzelhandelsumsatz % m/m, real s.a. % y/y, real s.a.	<b>0,0</b> <b>2,5</b>	-0,1 k.A.	1,6 1,5

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

\* Wegen des "Government shutdown" in den USA Veröffentlichung ungewiss. Sollte der "shutdown" beendet werden, könnten zusätzlich in den Vorwochen ausgefallene Indikatoren veröffentlicht werden.

## 2 Im Fokus

### 2.1 Großbritannien: Plan B!?

Christian Apelt, CFA  
Tel.: 0 69/91 32-47 26

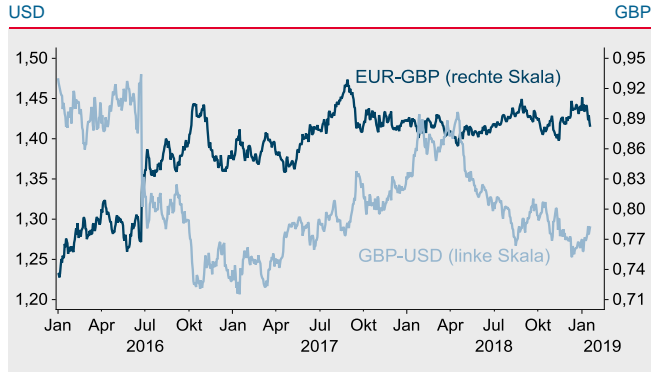
Auch nach der krachenden Niederlage bei der Parlamentsabstimmung über das Brexit-Abkommen ist ein ungeordneter EU-Austritt Großbritanniens nicht die wahrscheinlichste Lösung. Premierministerin May wird wohl eine überparteiliche Einigung anstreben, Chancen dafür bestehen.

Das von der britischen Regierung ausgehandelte EU-Austrittsabkommen wurde mit 432 zu 202 Stimmen im britischen Unterhaus abgelehnt. Eine Niederlage war allgemein erwartet worden. Allerdings fiel die Schlappe dermaßen hoch aus, dass auch kleinere Nachbesserungen mit Hilfe der EU das Blatt kaum wenden werden. Der Deal ist damit wohl so tot wie der Papagei im Monty-Python-Sketch. Das Misstrauensvotum der Opposition überstand Premierministerin May dagegen.

Fristverlängerung wahrscheinlich, aber kein neues Referendum

Und nun? Möglich erscheint derzeit alles. Falls bis dahin nichts passiert, scheidet Großbritannien am 29. März 2019 ungeordnet aus der EU aus. Eine klare Mehrheit im Parlament möchte einen solchen Brexit verhindern, da er angesichts der mangelhaften Vorbereitungen seitens der Briten und auch der EU wirtschaftliche Verwerfungen zur Folge hätte. Zumindest wird eine Verschiebung des EU-Austritts wahrscheinlich. Sie würde den Briten Zeit für Alternativen oder immerhin für einen weniger ungeordneten Brexit geben. Die EU müsste einer Fristverlängerung einstimmig zustimmen. Aufgrund der Europawahlen im Mai, an denen die Briten möglichst nicht mehr teilnehmen sollen, ist ein Aufschub des Austritts bis maximal Anfang Juli realistisch. Ein neues Referendum könnte zwar in den Ring geworfen werden. Ein anderer Ausgang als 2016 wäre keinesfalls gesichert und stark abhängig von der Fragestellung. Vor allem aber dürfte die konservative Regierung daran kein Interesse haben, so dass nicht von einem neuen Wählervotum auszugehen ist.

#### Pfund Sterling erholt sich trotz Brexit-Chaos



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Nachlassende Sorgen an den Finanzmärkten



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zollunion als neue Lösung?

Theresa May muss am 21. Januar im Unterhaus einen Plan B vorlegen. Sie geht nun auf die Opposition zu, auch wenn sich Labour-Führer Corbyn aus parteitaktischen Gründen noch verweigert. Theoretisch sollte ein eher weicher Brexit im Parlament eine überparteiliche Mehrheit finden. Damit würde May zwar einen erheblichen Teil ihrer Fraktion vor den Kopf stoßen. Viel zu verlieren hat sie jedoch nicht, allzu lange wird ihre Amtszeit nicht mehr dauern. Ein Kompromiss könnte eine Zollunion mit der EU sein. Dafür müsste May erst noch über eine ihrer roten Linien springen. Denn dies schließt eigene internationale Handelsverträge der Briten aus. Allerdings wartet die Welt sowieso kaum auf neue Abkommen mit Großbritannien. Die Notfalllösung im gescheiterten Brexit-Deal implizierte bereits eine Zollunion. Eine Zollunion wäre ein Plan B, der im Parlament eine Mehrheit und die Zustimmung der EU finden könnte. Hierfür müssten aber vor allem Premierministerin May und die Opposition über ihre Schatten springen. Aber haben sie dazu wirklich eine Alternative? Das Britische Pfund reagierte auf Mays Abstimmungsniederlage sogar positiv. Hier erkennt man Chancen, der verfahrenen Situation zu entkommen. Zunächst einmal setzt sich das Drama aber fort.

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

## 2.2 Deutschland: Mehr Dynamik durch Sondereffekte

Die Sondereffekte, die die Expansion des Bruttoinlandsprodukts zuletzt gebremst haben, fallen 2019 weg. Die Bremsspuren im Konsum dürften ebenfalls auslaufen, so dass unsere Wachstumsprognose von 1,5 % für 2019 gehalten werden kann.

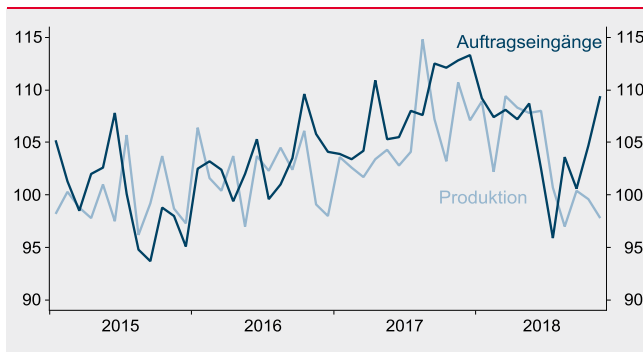
Schwaches  
Wachstum im  
vierten Quartal

Nach ersten Schätzungen des Statistischen Bundesamtes zum Gesamtjahr 2018 ist die deutsche Wirtschaft im vierten Quartal 2018 wieder gewachsen. Eine technische Rezession mit zwei aufeinanderfolgenden Rückgängen des Bruttoinlandsprodukts hat es nicht gegeben. Nach dem Minus von 0,2 % im dritten Vierteljahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Leistung allerdings um bestenfalls nur 0,2 % gestiegen sein. Die tatsächlichen Zahlen werden erst am 14. Februar veröffentlicht. Das Gesamtjahreswachstum 2018 belief sich auf real 1,5 %. Die inländische Verwendung lieferte hierzu einen Beitrag von 1,7 Prozentpunkten, während der Außenbeitrag die Entwicklung um 0,2 Prozentpunkte verlangsamte. Die Binnennachfrage erhielt Impulse von den Bruttoinvestitionen (1 Prozentpunkt), während die gesamten Konsumausgaben 0,7 Prozentpunkte beisteuerten. Auf der Schattenseite steht, dass die Arbeitsproduktivität je geleisteter Erwerbstätigenstunde fast stagnierte, der schlechteste Wert im bisherigen Aufschwung nach der Wirtschafts- und Finanzkrise 2009.

Gebremst haben auch zum Jahresende die Automobilindustrie und deren Zulieferer. Seit September müssen alle neu zugelassenen Fahrzeugmodelle das neue Prüfverfahren WLTP durchlaufen. Hiermit hatten die Unternehmen erhebliche Schwierigkeiten, die auch im vierten Quartal teilweise noch bestanden. Der erwartete WLTP-Aufholeffekt wird damit erst zu Beginn dieses Jahres wirksam werden. Auch die Folgen der Dürre haben sich bis ins vierte Quartal negativ bemerkbar gemacht. Die Schifffahrt und damit die Zulieferungen z.B. in die chemische Industrie wurden behindert. Die mittlerweile erfolgte Normalisierung der Pegelstände dürfte das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2019 ebenfalls stimulieren. Hinzu kommen die Entlastungen der privaten Haushalte, beispielsweise durch die paritätische Finanzierung in der gesetzlichen Krankenversicherung, die Erhöhung des Grundfreibetrages und die Rechtsverschiebung des Einkommensteuertarifes. Trotz des enttäuschenden Jahresendes 2018 kann unsere Jahresprognose für 2019 von 1,5 % gehalten werden.

### Vor dem Produktionsschub

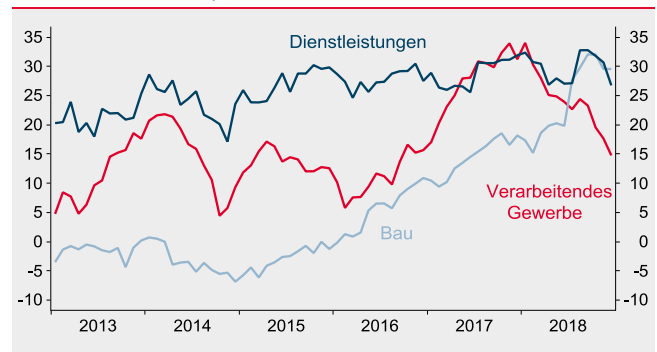
Deutsche Automobilindustrie, Index 2015 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Nicht alle Unternehmen sind pessimistisch

ifo Geschäftsklima nach Sparten, Saldo



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Brexit und Handels-  
streitigkeiten: Noch  
keine Klarheit

Die Risiken, denen die deutsche Wirtschaft gegenübersteht, sind weiterhin erheblich. So ist die Ausgestaltung des Brexit nach der Ablehnung des Vertragsentwurfes im britischen Parlament immer noch vollkommen offen. Auch die Zollstreitigkeiten zwischen den USA und China bzw. der EU sind noch nicht ausgestanden. Erst im Verlauf des Jahres wird diesbezüglich mehr Klarheit herrschen. Unter diesen Umständen dürfte die Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimas im Januar nochmals abwärtsgerichtet sein. Etwas günstiger sollte die Einschätzung der aktuellen Lage ausfallen, da aufgrund der erwähnten Sondereffekte zu Jahresbeginn mit einer höheren Industrieproduktion zu rechnen ist. In der Summe dürfte das ifo Geschäftsklima allerdings erneut zurückgehen. Die Einkaufsmanagerindizes des Verarbeitenden Gewerbes sollten leicht steigen.

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

## 2.3 China: Zu oft übertriebene Ängste statt nüchterner Analyse

Es war nur eine Frage der Zeit: Nach der Phase guter Stimmung 2017 und Anfang 2018 war ein neuer „China scare“ überfällig. Seit Jahren verfallen die Finanzmärkte in unregelmäßigen Abständen in Panik, was die Aussichten für chinesische Konjunktur bzw. Finanzstabilität angeht. Die letzten Episoden, 2015 und 2016, waren besonders ausgeprägt. Wird das Jahr des Erdschweins nun das lange antizipierte „annus horribilis“ für China?

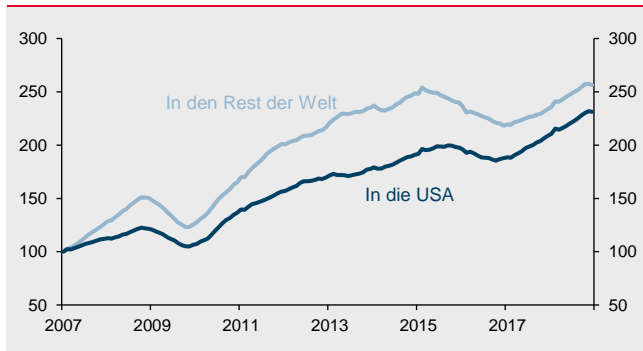
Alles hängt am Stimulus

Dass die Weltuntergangspropheten bisher nicht Recht behalten haben, ist auch (aber nicht nur) den Stimulusmaßnahmen geschuldet, mit denen die Regierung stets auf Zeichen wirtschaftlicher Schwäche reagiert. Zum Teil zahlt China mit solchen Wellen des Pessimismus den Preis für seine fragwürdigen Konjunkturindikatoren, seine Intransparenz und sein autokratisches Regime: Kaum jemand glaubt der Regierung in Peking, wenn sie behauptet, alles sei gut. Sie muss das ja sagen, weil sie sonst eingestehen würde, dass die unfehlbare Kommunistische Partei versagt hat.

Insofern ergibt sich auch dieses Mal wieder die bizarre Situation, dass Beschlüsse zum Ankurbeln der Konjunktur – in diesem Monat bisher unter anderem gesenkte Mindestreservesätze für die Banken, angekündigte Steuerentlastungen für Unternehmen und Mehrausgaben des Staates sowie erneute Liquiditätsspritzen für das Bankensystem – oft nicht positiv, sondern negativ aufgenommen werden: „Wenn die so viel machen, muss es ja richtig schlimm sein!“ In Wirklichkeit ist jedoch weitgehend unklar, worauf die diversen Maßnahmen der Regierung letztlich abzielen.

### (Noch?) Keine Spuren des Handelsstreits

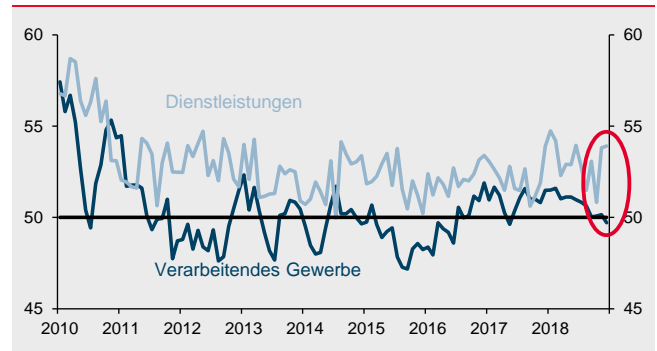
Warenexporte Chinas, 12-Monats-Summe, indiziert auf Januar 2007 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Wirtschaftsstimmung: Ein klares Bild sieht anders aus

Einkaufsmanagerindizes China (Markit)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Eine mögliche Interpretation ist nämlich, dass die Führung in Peking einmal mehr versucht, sich der eigentlich unvermeidbaren Abschwächung des Wachstumstrends entgegenzustemmen. Tatsächlich spricht einiges dafür, dass die aktuelle Entwicklung in erster Linie die Rückkehr zu einem „normalen“ Wachstum reflektiert. Sie scheint durch den Entzug von früherem Stimulus und durch im Grunde sehr sinnvolle Schritte zum Deleveraging des hohen Schuldenstands in der chinesischen Wirtschaft 2017/2018 bedingt zu sein – und ist eben kein primär konjunkturelles Phänomen.

Der Handelsstreit mit den USA hat sich in den vergangenen Monaten sicher nicht gerade positiv auf die chinesischen Unternehmen und Verbraucher ausgewirkt. US-Zölle behindern die Ausfuhren, Gegenmaßnahmen der Chinesen verteuern Importe und belasten so tendenziell den (realen) Konsum. Jenseits mancher Stimmungsindikatoren sind klare Indizien für einen nennenswerten Effekt des Handelskonfliktes aber bisher kaum auszumachen. Selbst die von den Medien mit großer Aufmerksamkeit verfolgten Einkaufsmanagerindizes für die Industrie zeigen per saldo bestenfalls eine leichte Schwächetendenz. Fortschritte bei den Verhandlungen mit den USA dürften in den kommenden Wochen das Risiko eines Handelskriegs sinken lassen. Die in der Berichtswoche anstehenden Wachstumswahlen zum vierten Quartal werden den Pessimisten wohl wenig Futter geben. Mit einer erwarteten Vorjahresrate von rund 6,5 % verliert das reale Bruttoinlandsprodukt graduell an Schwung (Q4 2017: 6,8 %). Von einem konjunkturellen Einbruch kann derzeit allerdings keine Rede sein.



## 2.4 Euro Benchmark-Bankanleihen: Emissionstätigkeit ungleichmäßig verteilt

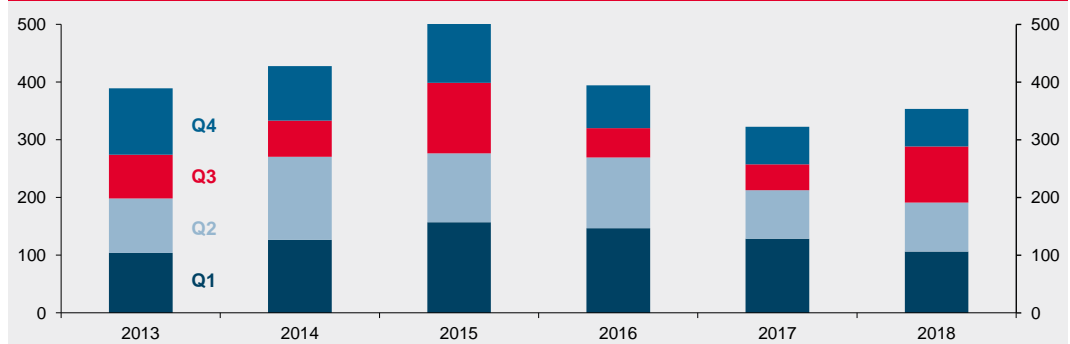
Der Rückgang des Emissionsvolumens an Euro Benchmark-Bankanleihen im 4. Quartal 2018 gegenüber dem starken 3. Quartal 2018 fiel moderater aus als von uns erwartet. Im Gesamtjahr 2018 stieg die Primärmarktaktivität sogar um 10 % gegenüber 2017 auf 353 Mrd. Euro. Während Covered Bonds dank letztmaliger EZB-Unterstützung auch im langjährigen Vergleich ein starkes Jahr hatten, erholten sich die Senior Unsecured Emissionen vom schwachen Vorjahr.

Die Emission von Euro Benchmark-Bankanleihen sank im 4. Quartal 2018 auf rund 18 Mrd. Euro – ein Minus von 32 % gegenüber dem starken 3. Quartal 2018. Insbesondere bei gedeckten Anleihen war die Primärmarktaktivität nochmals hoch, während sie bei erstrangig unbesicherten Anleihen einbrach. Vor allem in Frankreich und Deutschland hatten die Emittenten bereits im 3. Quartal umfangreich Senior Unsecured-Finanzierungen aufgenommen.

Der Anstieg des Emissionsvolumens im Gesamtjahr war sowohl auf gedeckte als auch auf ungedeckte Anleihen zurückzuführen: Während Covered Bonds dank letztmaliger EZB-Unterstützung auch im langjährigen Vergleich ein starkes Jahr hatten, erholten sich die erstrangig unbesicherten Emissionen vom schwachen Vorjahr. Zwischen Juni 2016 und März 2017 hatten längerfristige Refinanzierungsprogramme der EZB von rund 740 Mrd. Euro zu niedrigeren Emissionen von erstrangig unbesicherten Anleihen geführt. Nach Kupon-Arten hat sich bei den erstrangig unbesicherten Papieren das Gewicht im langjährigen Vergleich allerdings weiter deutlich in Richtung fixer Zahlungen verschoben: Mit 103 Mrd. Euro haben auch diese 2018 einen Spitzenwert erreicht.

### Euro Benchmark-Emissionen: Rückgang im Schlussquartal 2018 moderater als erwartet

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



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Emissionen erstrangig unbesicherter Bankanleihen im Euro Benchmark-Format mit fixem Kupon dürften gemäß unserer Erwartung 2019 weiter steigen. Zum einen wird der Bedarf nach Bail-in fähigen Bonds anhalten. Zum anderen dürften höhere Fälligkeiten und wachsende Geschäftsvolumina die Primärmarktaktivität stützen. Darüber hinaus könnten die ab Juni 2020 auslaufenden längerfristigen Refinanzierungsprogramme der EZB im Gesamtvolumen von rund 503 Mrd. Euro schon 2019 zu Vorfinanzierungen führen. Insbesondere italienische und spanische Banken haben sich umfangreich an diesen Programmen beteiligt. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die Zentralbank ein weiteres Refinanzierungsprogramm auflegt.

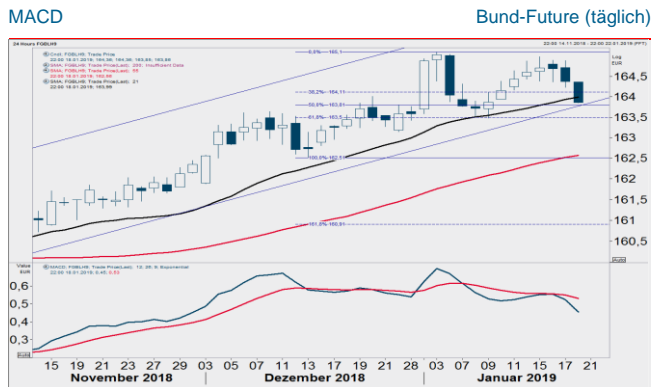
Bei Covered Bonds erwarten wir für 2019 hingegen einen Rückgang des Emissionsvolumens gegenüber dem vom EZB-Ankaufsprogramm beflügelten starken 2018. Viele Geldhäuser werden jedoch weiterhin auf diese günstige Refinanzierungsart setzen. Zudem dürften neue Emittenten aus jungen europäischen Märkten oder aus anderen Kontinenten das Angebot bereichern. Einige Emittenten werden aber auch ihre Fälligkeiten durch unbesicherte Verbindlichkeiten oder gar nicht ersetzen. Für letzteres spricht, dass sich einige Häuser aus dem Markt zurückgezogen haben.

Primärmarkt-Aktivität durch  
EZB-Politik bestimmt

2019 Anstieg bei unbesicherten Anleihen, Rückgang bei Covered Bonds

### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Rücksetzer im Aufwärtstrend



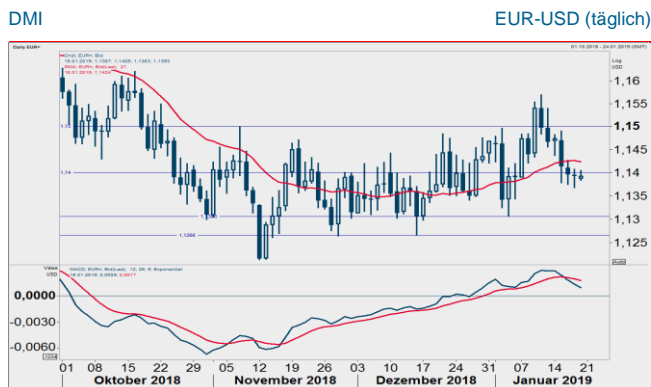
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	164,43	164,64	164,98
Unterstützungen:	163,77	163,48	163,15

Der Bund-Future markierte ein Wochenhoch bei 164,98, gab im Wochenverlauf aber nach. Die Charttechnik auf Tagesbasis trübt sich ein, wenngleich der DMI noch im Kauf steht. Die Warnsignale mehren sich. So haben Indikatoren wie MACD und Stochastic gen Süden gedreht und die 21-Tagelinie wurde unterschritten. Ein Test der Oktober-Trendlinie ist somit möglich. Diese verläuft heute bei 163,77. Darunter liegen Marken bei 163,48/50 und 163,15. Widerstände bestehen in der Zone 164,23/43, bei 164,64 und bei 164,98.

Patrick Boldt (Tel.: 069/9132-1891)

#### EUR-USD: Richtungsimpuls abwarten



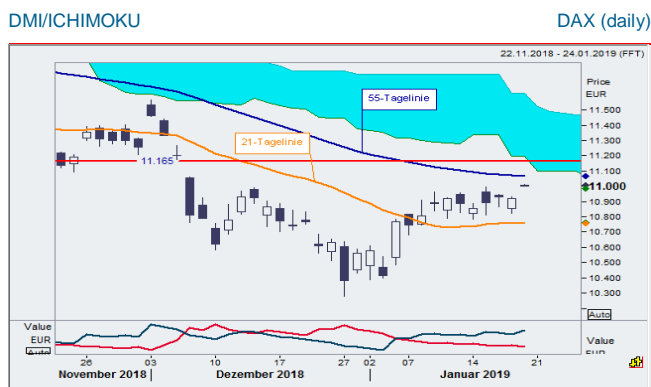
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,1426	1,1500	1,1570
Unterstützungen:	1,1384	1,1309	1,1270

Das Bild bleibt nahezu unverändert, denn dem Euro ist es nicht gelungen, die seit Wochen dominierende Seitwärtsrange nachhaltig zu verlassen. Das Kursniveau pendelt per saldo um 1,14 und so muss ein neuer Richtungsimpuls abgewartet werden. Zuletzt wurde die Schwankungsbreite zudem durch die 55- und die 21-Tagelinie eingengt, die bei 1,1384 und 1,1426 zu lokalisieren sind. Weitere Marken sind bei 1,1309 und 1,1270 bzw. bei 1,1497 und 1,1570 zu lokalisieren. Die Indikatorenlage ist neutral und insbesondere der niedrige ADX untermauert die trendlose Verfassung.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

#### DAX: Vor Richtungsentscheidung?



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	11.072	11.165	11.225
Unterstützungen:	10.874	10.800	10.730

Zuletzt ist es dem DAX nicht gelungen, den Widerstand in Form einer Rückkehrlinie eines auf Monatsbasis definierten Abwärtstrendkanals (10.917) nachhaltig zu durchbrechen. Zudem war der Index nicht in der Lage, sich deutlich von der oberen Begrenzung eines Multi-Time-Series-Channels (10.938) abzusetzen. Insofern besteht noch immer die Gefahr, dass der nächste, ausgeprägte Impuls prozyklisch nach unten führt. Erst mit einem deutlichen Sprung über die Widerstände bei 11.072 (55-Tagelinie) und 11.165 (Fibonacci-Level) würden die Abwärtsrisiken eingedämmt.

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

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

\*Inflation Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela

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