

Oktober 2018

- **Editorial: Keine neue Finanzkrise**

- **EWU-Konjunktur: Solider Aufschwung mit Risiken**
Solides Wachstum im 1. Halbjahr – kein überzeugender Start ins 3. Quartal
Stabilisierung des Sentiments macht Hoffnung
Kerninflation kommt (noch) nicht vom Fleck

- **US-Konjunktur: Das Tempo bleibt vorerst hoch**
US-Konjunktur brummt – Hurrikan-Saison könnte temporär belasten
Nahezu Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt – wann steigt die Lohndynamik?
Moderierung der Inflationsdynamik am aktuellen Rand

- **Rentenmarkt: Zinsphantasien sorgen für Anstieg der Kapitalmarktrenditen**
Notenbanken wieder stärker im Fokus – Fed setzt Zinserhöhungskurs fort
EZB will Netto-Anleiheankäufe zum Jahresende einstellen
Draghi forciert Zinsphantasien – weiteres Aufwärtspotenzial für Renditen

- **Aktienmarkt: Europäische Aktien mit Nachholpotenzial**
S&P 500 muss erst in angemessene Bewertung hineinwachsen, bevor die Party weitergehen kann
Konjunktursorgen lasten auf europäischen Aktien
Auf Jahressicht deutliches Kurspotenzial bei europäischen Aktien

Team Postbank Research

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Dr. Lucas Kramer

lucas.kramer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 26. September 2018

Postbank – eine Niederlassung der
DB Privat- und Firmenkundenbank AG
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228) 920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die Postbank – eine Niederlassung der DB Privat- und Firmenkundenbank AG garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

Keine neue Finanzkrise

Sehr geehrte Damen und Herren,

es ist 10 Jahre her, dass mit dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers die Finanzkrise ihren Höhepunkt erreichte und Schockwellen die globalen Finanzmärkte erfassten. Zahlreiche Medien nahmen das „Jubiläum“ als Anlass für eine kritische Bestandsaufnahme: Dabei ging es vor allem auch um die Frage, was seither unternommen wurde, um die Krisenresistenz des Finanzsektors, insbesondere der Banken, zu verbessern. Schließlich war und ist es ein zentrales Anliegen der Politik, eine vergleichbare Krise mit potenziell hohen Belastungen für die Steuerzahler in Zukunft zu verhindern. Nach einem lang anhaltenden Konjunkturaufschwung, einer jahrelangen Börsen-Hausse und wachsenden politischen Unsicherheiten stellt sich außerdem die Frage, ob die Finanzmärkte nicht bald wieder vor einer ausgeprägten Korrektur stehen.

Die Liste der unter dem Eindruck der Finanzkrise ergriffenen Maßnahmen ist lang. Sie reicht von schärferen Eigenkapitalregeln für Banken, Beschränkung des Eigenhandels bis hin zu neuartigen makroprudenziellen Instrumenten. Einigen gehen diese Maßnahmen nicht weit genug, Andere beklagen eine zu weitreichende Regulierung mit negativen Folgen für die Ertragskraft und Kreditvergabefähigkeit von Finanzinstituten. Zweifellos sind die Banken in der EU in den vergangenen Jahren insgesamt stabiler geworden. Die Eigenkapitalausstattung, die quasi eine Art Sicherheitspolster gegen Forderungs- und Ertragseinbrüche darstellt, hat sich deutlich verbessert. Und auch das Management von Risiken in den Instituten wurde erheblich weiter entwickelt, so dass Fehlentwicklungen heute eher erkannt und frühzeitiger gegengesteuert werden kann. Verbesserungsbedarf gibt es vor allem noch im Bereich der sogenannten Schattenbanken, die weniger reguliert und bei denen die Transparenzanforderungen geringer sind als bei regulären Banken.

Sicher haben noch nicht alle europäischen Banken die Finanzkrise vollständig verdaut. Vor allem Banken in den sogenannten Peripheriestaaten der Eurozone schieben immer noch einen großen Berg fauler Kredite vor sich her, der zum Teil als Folge einer scharfen Rezession nach der Finanzkrise entstanden ist. US-amerikanische Banken sind ihren europäischen Konkurrenten weit voraus, da sie infolge des beherzten staatlichen Handelns, das eine Art Zwangskapitalisierung beinhaltet, ihre Bilanzen sehr schnell bereinigen konnten. Allerdings waren und sind die Voraussetzungen für so weitreichende staatliche Eingriffe in den USA auch deutlich günstiger als in der EU, die sich nach wie vor durch einen fragmentierten Bankensektor und Finanzmarkt auszeichnet. Vor allem die unterschiedlichen nationalen Systeme der Einlagensicherung stehen einer Vollendung der Bankenunion bisher noch im Weg. Erst wenn die „Altlasten“ in Form von notleidenden Krediten in den betreffenden EWU-Staaten beseitigt sind, steht der Weg für einen einheitlichen Bankenmarkt in Europa offen.

Auch die sehr unterschiedlichen fiskalpolitischen Rahmenbedingungen verhinderten in der Finanzkrise ein schnelles, konzentriertes Vorgehen der EU-Staaten. Die Fiskalpolitik unterliegt bis heute im Wesentlichen nationaler Verantwortung, was sich in der Finanzkrise in einer Vielzahl sehr unterschiedlicher Rettungsmaßnahmen der einzelnen EU-Staaten für Banken und Wirtschaft zeigte. Immerhin wurde nach der Krise mit dem ESM ein Instrument geschaffen, das im Bedarfsfall prinzipiell allen Staaten und Finanzsystemen in der EWU zur Verfügung steht und Hilfen nach einheitlichen Regeln ermöglicht. Auch wurde in der EU ein gemeinsamer rechtlicher Rahmen zur Rettung und Abwicklung von Banken verabschiedet. Dies schafft Transparenz für Investoren, reduziert die Unsicherheit und beschleunigt die Umsetzung von Hilfsmaßnahmen in Zeiten einer Krise.



Dr. Marco Bargel,
 Chefvolkswirt Postbank

Finanzkrisen lassen sich naturgemäß schwer vorhersagen. Gleichwohl gibt es einige Faktoren, die das Risiko einer krisenhaften Entwicklung signifikant erhöhen. Insbesondere eine hohe Verschuldungsdynamik spielt bei der Entstehung von Finanzkrisen sehr häufig eine zentrale Rolle. Diesbezüglich kann für die EWU weitgehend Entwarnung gegeben werden. Wenig Grund zur Sorge bereiten die Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors und der Privathaushalte in der EWU. Zwar ist die öffentliche Verschuldung wegen der Hilfsprogramme für Banken und Wirtschaft im Zuge der Finanzkrise stark angestiegen. Zuletzt ging die Staatsverschuldung in Relation zum BIP aber in fast allen EWU-Staaten zurück. In einigen wenigen Ländern, vor allem in Italien und Griechenland, liegt die öffentliche Verschuldung auf einem Niveau, das zumindest auf längere Sicht Zweifel an der Tragfähigkeit aufkommen lässt. Die finanziellen Rahmenbedingungen, umfangreiche Hilfskredite (im Falle Griechenlands) sowie ein anhaltend niedriges Zinsniveau lassen aber zumindest in den kommenden Jahren keine Staatsinsolvenz in der Eurozone erwarten.

Deutlich dynamischer verläuft die Kreditvergabe in den USA. Dort steigen nicht nur die Verbindlichkeiten des Staates, sondern auch die des Unternehmenssektors seit einigen Jahren kontinuierlich an. In einzelnen Teilsegmenten, wie dem für gehebelte Kredite (leveraged loans), ist die Wachstumsdynamik sehr hoch. Gleichwohl dürfte das damit verbundene Risiko überschaubar sein, da das betreffende Kreditvolumen deutlich geringer ist als im Fall der Finanzkrise 2008 und die Ausfallrisiken – anders als 2008 – nicht im Bankensektor konzentriert, sondern besser diversifiziert sind.

Krisen beginnen oft mit einer Korrektur der Kurse zuvor stark überbewerteter Finanzwerte. Es ist zwar nicht immer einfach, solche Preisblasen zu identifizieren. Allerdings gibt es ein paar Anzeichen, die auf eine massive Fehlbewertung von Finanzwerten hindeuten können. So waren in der Vergangenheit vor Ausbruch einer Krise bspw. sehr hohe Kursgewinnverhältnisse am Aktienmarkt oder sehr niedrige Risikoprämien bei Anleihen zu beobachten. Anzeichen für eine solche Fehlbewertung sind aktuell nicht erkennbar. Das Kursgewinnverhältnis bei deutschen und europäischen Aktien liegt aktuell unterhalb des langfristigen historischen Durchschnitts. Unter den großen Märkten zeigt sich lediglich in den USA eine leicht überdurchschnittliche Bewertung. Analog ist auch bei der Höhe von Risikoprämien keine eindeutige, ausgeprägte Tendenz zur Übertreibung auszumachen.

Das heißt allerdings nicht, dass es keine Tendenz zu einer solchen Übertreibung an den Märkten gibt. Die anhaltend expansive Geldpolitik der Notenbanken, allen voran der EZB, bewirkte einen allgemeinen Renditeverfall und eine bisher einzigartige Liquiditätsschwemme. Die daraus resultierende „Jagd“ nach Rendite kann zu einer Aufblähung von Vermögenspreisen führen und in eine Blase münden. Gleichzeitig erleichtert das sehr niedrige Zinsniveau eine Ausweitung der Verschuldung, so dass die Zutaten für eine erneute Finanzkrise theoretisch gegeben sind. Daher ist es von entscheidender Bedeutung, dass die EZB das aktuell gute fundamentale Umfeld nutzt, um eine geldpolitische Trendwende einzuleiten und das Liquiditätsangebot schnellstmöglich auf ein normales Maß zurückzufahren. Dann besteht eine gute Chance, dass die nächste Finanzkrise noch eine Weile auf sich warten lässt.

Ihr



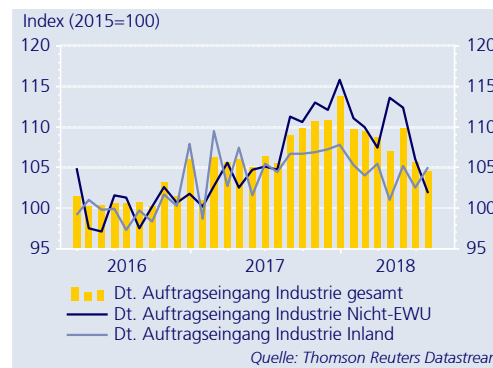
EWU-Konjunktur: Solider Aufschwung mit Risiken

Solides Wachstum im 1. Halbjahr – kein überzeugender Start ins 3. Quartal

Das BIP der Eurozone ist im 2. Quartal um 0,4% gegenüber der Vorperiode gewachsen. Damit wurde die gleiche Dynamik wie zum Jahresauftakt erreicht. Ein kräftiger Zuwachs ergab sich insbesondere bei den Bruttoanlageinvestitionen. Auch privater und staatlicher Konsum wurden ausgeweitet. Hingegen belastete der Außenhandel das BIP-Wachstum, was durch eine entgegengesetzte Entwicklung bei den Lagerinvestitionen nur teilweise aufgefangen wurde. Wie in Deutschland (+0,5% nach +0,4% im 1. Quartal) basierte das EWU-BIP-Wachstum im 2. Quartal damit ausschließlich auf der Binnennachfrage. Insgesamt ist die konjunkturelle Dynamik in beiden Fällen im 1. Halbjahr solider ausgefallen, als diverse Konjunkturindikatoren im Vorfeld hatten befürchten lassen.

Immer deutlicher wird aber mittlerweile auch, dass die hohe Wachstumsdynamik aus dem Jahr 2017 in diesem Jahr wohl weder im Euroraum, noch in Deutschland noch einmal erreicht werden wird. Hierfür spricht nicht zuletzt, dass der Start ins laufende Quartal nicht als gelungen bezeichnet werden kann. So zeigt beispielsweise ein Blick auf die Einzelhandelsumsätze in beiden Fällen einen Rückgang im Juli. Auch wenn angesichts der Zahlen für nur einen Monat im zu Ende gehenden 3. Quartal Vorsicht bei der Interpretation angebracht ist: Bisher ergibt sich hieraus für Deutschland im Quartalsvergleich ein klares Minus, während für den Euroraum nur ein hauchdünnes Plus zu Buche steht. Besser sieht es auch in der Industrie nicht aus – im Gegenteil. Der deutsche wie auch der EWU-Industrieoutput sind im bisherigen Jahresverlauf in fünf Monaten gesunken, während im Vormonatsvergleich gerade einmal zwei Anstiege zu Buche standen. Im Juli gab der Ausstoß hierzulande um 1,1% und im Euroraum um 0,8% nach. Damit ergeben sich bislang im Quartalsvergleich in beiden Fällen Abschläge von gut 0,8%. Ohne eine

Industrielaufträge von außerhalb der Eurozone geben kräftig nach



deutliche Gegenbewegung im August/September ist ein positiver BIP-Wachstumsbeitrag der Industrie nicht zu erwarten.

Stabilisierung des Sentiments macht Hoffnung

Vorläufig sehen wir die Risiken für unsere BIP-Wachstumsprognosen in Höhe von 0,5% im 3. Quartal für Deutschland und die EWU damit stärker auf der Unterseite. Gerade mit Blick auf die deutsche Industrie resultiert diese Einschätzung auch aus der schwächelnden Auftragslage der Unternehmen. Die Auftragseingänge lagen im Juni und Juli erstmals seit zwei Jahren wieder unter ihrem Niveau im entsprechenden Vorjahresmonat. Insbesondere die deutlich gesunkenen Bestellungen aus Ländern außerhalb der Eurozone deuten darauf hin, dass die Sorgen vor einer weiteren Eskalation der Handelsstreitigkeiten die Auftragslage hierzulande belasten. Zu große Sorgen um die deutsche Industrie sind aber auch nicht angebracht. So lag die Auftragsreichweite im Juli wie schon über weite Strecken des Jahres bei 5,6 Monaten. Die Auftragsbücher der Unternehmen sind damit mindestens noch für ein knappes halbes Jahr gut gefüllt – gleichwohl ist eine Wiederbelebung bei Aufträgen und Produktion zwingende Voraussetzung für eine Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs.

Hoffnung wiederum macht die jüngste Stabilisierung bei diversen Sentimentindikatoren. So konnte der ifo-Geschäftsklimaindex sich nach seinem kräftigen Anstieg im August im September auf einem erhöhten Niveau befestigen. Insbesondere haben sich dabei die Geschäftserwartungen – trotz aller nach wie vor präsenten politischen Risiken – nicht wieder deutlich eingetrübt. Im Einklang hiermit bewegen sich die Einkaufsmanagerindizes für Deutschland und den Euroraum weiter auf mit einer moderaten Expansion kompatiblen Niveaus. Auch bei den Sentimentindikatoren zeigte sich jedoch zuletzt die schwächere Entwicklung in der Industrie, während die Stimmung im Dienstleistungssektor sich wieder etwas verbessert hat.

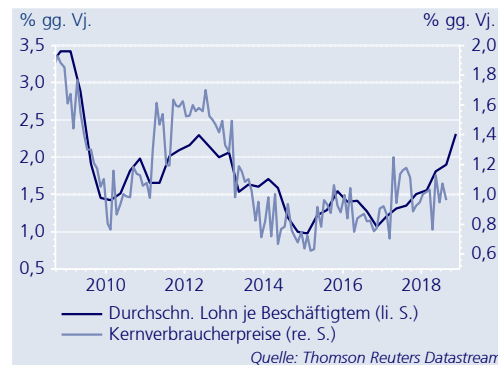
Nicht zuletzt aufgrund von Revisionen früherer Datenpunkte sind die Abwärtsrisiken für unsere Prognosen eines EWU-BIP-Wachstums von 2,1% in diesem und 1,7% im kommenden Jahr gestiegen. Wir wollen jedoch zunächst weitere Indikationen für die konjunkturelle Dynamik im zu Ende gehenden Quartal abwarten, bevor wir eine eventuelle Anpassung unserer Prognosen vornehmen. Hierzulande rechnen wir 2018 unverändert mit einem BIP-Wachstum in Höhe von 2,0%, das sich im kommenden Jahr auf 1,8% moderieren sollte. Selbst moderate Abwärtsrevisionen der Jahresraten infolge eines schwächeren 3. Quartals würden aber noch nicht das Ende des Aufschwungs bedeuten.

Prognosen Postbank

	Deutschland			Euroraum		
	2017	2018e	2019e	2017	2018e	2019e
Reales BIP in % ggü. Vj.	2,2	2,0	1,8	2,4	2,1	1,7
Privater Verbrauch	1,8	1,4	1,5	1,6	1,5	1,8
Bruttoanlageinvestitionen	2,9	3,2	2,4	2,5	3,2	2,7
Staatsverbrauch	1,6	1,1	1,6	1,1	1,1	1,2
Exporte	4,6	3,3	3,6	5,2	2,8	3,2
Importe	4,8	3,7	3,9	3,9	2,7	3,7
Außenbeitrag*	0,3	0,1	0,1	0,8	0,2	-0,1
Lagerinvestitionen*	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1
Arbeitslosenquote in %	5,7	5,3	5,1	9,1	8,3	8,0
Inflationsrate in %	1,8	1,9	1,9	1,5	1,7	1,7
Staatl. Finanzierungssaldo**	1,0	1,2	1,2	-0,9	-0,8	-0,7

* Wachstumsbeiträge in % des BIP ** in % des BIP

Lohnentwicklung signalisiert Aufwärtspotenzial für Kerninflation



Kerninflation kommt (noch) nicht vom Fleck

EWU-Inflation und -Kerninflation haben im Juli simultan um jeweils ein Zehntel auf 2,0% beziehungsweise 1,0% nachgegeben. Die Kerninflationsrate lag damit wieder auf ihrem Niveau vom Jahreswechsel. Der von EZB-Präsident Mario Draghi beschriebene Aufwärtsdruck bei den Kernverbraucherpreisen ist somit bisher noch nicht zu sehen – auch wenn die Lohnentwicklung durchaus hierfür spricht. Wir rechnen daher unverändert ebenfalls mit einem sukzessiven, wenngleich moderaten Anstieg der Kernteuerung. Die gesamte Inflationsrate sollte vor diesem Hintergrund 2018 auf 1,7% steigen und sich nächstes Jahr auf diesem Niveau behaupten.

Dr. Lucas Kramer

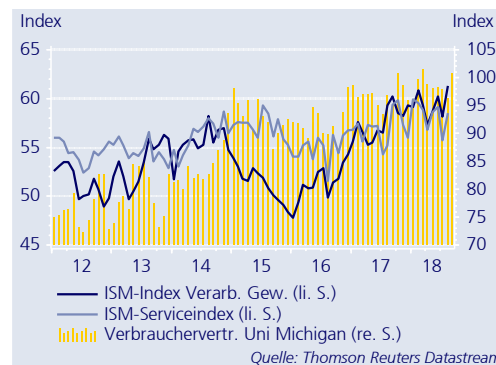
US-Konjunktur: Das Tempo bleibt vorerst hoch

US-Konjunktur brummt – Hurrikan-Saison könnte temporär belasten

Nach einem starken 2. Quartal mit einem BIP-Wachstum von satten 4,2% in annualisierter Rechnung – dem immerhin kräftigsten Plus seit knapp vier Jahren – läuft die US-Konjunktur auch im laufenden Quartal weiter auf Hochtouren. Dabei ist es weitestgehend unerheblich, auf welche kurzfristigen Konjunkturindikatoren man konkret blickt. Ein Beispiel ist die Industrieproduktion, die im August um 0,4% gegenüber dem Vormonat und damit bereits zum dritten Mal in Folge zulegen konnte. Nach Industriesektoren stand der Zuwachs auf einer breiten Basis. Insbesondere die Produktion von Autos und Autoteilen, die in den Monaten zuvor geschwächt hatte, zog deutlich an. Das Bild für das 3. Quartal wird neben den soliden August-Daten durch die Revision des Juli-Zuwachses von +0,1% auf +0,4% zusätzlich aufgehellert. Stand jetzt liegt der Output im Quartalsvergleich bereits um 0,7% vorne. Dies spricht für einen abermals positiven Beitrag der Industrie zum BIP-Wachstum im laufenden Quartal, auch wenn dieser etwas geringer ausfallen dürfte als im Frühjahr. Ein Risiko sehen wir allerdings in der jüngsten Hurrikan-Saison, durch die die Produktion in Teilen der USA im September belastet worden sein könnte. So hat z.B. der US-Flugzeughersteller Boeing ein Werk im Bundesstaat South Carolina temporär geschlossen. Gleichwohl müssten Hurrikanbedingte Produktionsausfälle schon eine erhebliche Bremsspur in den September-Daten für die gesamten USA hinterlassen, um einen positiven Wachstumsbeitrag der Industrie noch zu verhindern.

Weniger klar sind die potenziellen Hurrikan-Auswirkungen auf die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze. Hier sind je nach Gütergruppe positive (z.B. Tankstellenumsätze aufgrund von Evakuierungsmaßnahmen) wie auch negative Auswirkungen (z.B. nicht-essenzielle Waren wie Elektronikartikel) denkbar. Ungeachtet der poten-

Sentiment signalisiert Fortsetzung des robusten Konjunkturaufschwungs



ziellen Verzerrungen befinden sich aber auch die Einzelhandelsumsätze in einem stabilen Aufwärtstrend, auch wenn im August nur ein vergleichsweise moderates Vormonatsplus in Höhe von 0,1% zu Buche stand. Verantwortlich hierfür waren weiter sinkende Autoumsätze, während die Umsätze ex Autos um 0,3% zulegten. Die Umsätze in der engeren Abgrenzung ‚retail control‘, die direkt in die Schätzung des privaten Verbrauchs in den USA einfließen, liegen darüber hinaus nach einem Plus von 0,1% im August im Quartalsvergleich bereits um gut ein Prozent vorne. Wie in der Industrie sind damit auch im Einzelhandel die Weichen für einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum im laufenden Quartal gestellt.

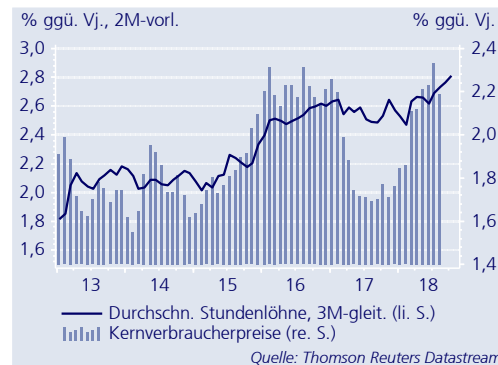
Aktuell gibt es darüber hinaus von Seiten des Sentiments kaum Signale, die gegen eine Fortsetzung des robusten Konjunkturaufschwungs in den USA sprechen. So liegen die ISM-Indizes für Verarbeitendes und Nicht-Verarbeitendes Gewerbe wie auch der Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan allesamt auf oder nahe langjährigen/zyklischen Hochs. Dennoch sind die politischen Risiken, die sich insbesondere aus den andauernden Handelsstreitigkeiten ergeben, natürlich nicht zu unterschätzen. Auch die nachlassenden Effekte der Steuerreform sprechen im weiteren Verlauf für eine etwas moderatere konjunkturelle

Gangart. In der Summe gehen wir weiterhin davon aus, dass sich das annualisierte BIP-Wachstum im laufenden Quartal nur leicht von +4,2% auf +3,8% moderieren wird. Dieser Prozess dürfte sich in den Folgequartalen weiter fortsetzen. Für das Gesamtjahr 2018 rechnen wir unverändert mit einer Wachstumsrate von 2,9%, für 2019 mit einem BIP-Zuwachs um 2,8%.

Nahezu Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt – wann steigt die Lohndynamik?

Wir haben an dieser Stelle schon länger nicht mehr über den US-Arbeitsmarkt berichtet – aber das sind keine schlechten Nachrichten. Vielmehr präsentiert sich dieser seit geraumer Zeit in ausgezeichneter Verfassung. Der letzte Monat, in dem im Vormonatsvergleich per saldo Stellen abgebaut wurden, liegt bereits acht Jahre zurück. Die Arbeitslosenquote ist im Zuge des anhaltenden Konjunkturaufschwungs im gleichen Zeitraum von 9,5% auf zuletzt 3,9% gesunken. Ein weiterer Indikator für den boomenden Arbeitsmarkt ist die Zahl der wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, die zuletzt mit 201 Tsd. das niedrigste Niveau seit Ende der 1960er-Jahre erreicht hat. Gerade im bisherigen Jahresverlauf, in dem mit Arbeitslosenquoten im Bereich von ungefähr 4% von annähernd erreichter Vollbeschäftigung gesprochen werden kann, passt einzig die Lohnentwicklung nicht ganz ins Gesamtbild – die aber wiederum mit Blick auf die Inflationsdynamik und damit auf die zu-

Lohndynamik spricht nicht für übermäßigen (Kern-)Inflationsdruck



künftige Geldpolitik der Fed große Beachtung erfährt. Üblicherweise führen niedrige Arbeitslosenzahlen dazu, dass Unternehmen höhere Löhne bieten müssen, um Mitarbeiter halten beziehungsweise neue rekrutieren zu können. Dabei ist die Vorjahresrate der Stundenlöhne zwar seit Herbst letzten Jahres im Trend angestiegen, liegt aber mit zuletzt 2,9% immer noch auf einem vergleichsweise moderaten Niveau, das keinen zunehmenden (Kern-)Inflationsdruck und somit auch keinen akuten Handlungsbedarf für die Fed impliziert.

Moderierung der Inflationsdynamik am aktuellen Rand

Die moderate Lohndynamik ist ein Grund dafür, dass sich die Inflationsrate trotz einer hohen Kapazitätsauslastung und ersten Überhitzungserscheinungen der US-Wirtschaft zuletzt wieder etwas von ihrem zwischenzeitlichen Hoch entfernt hat. Im August lag sie bei 2,7%, zwei Zehntel niedriger als im Vormonat. Gleiches galt auch für die Kerninflationsrate mit 2,2%. Während Letztere in den kommenden Monaten wieder etwas anziehen dürfte, sollte die allgemeine Teuerung sich etwas unterhalb ihres aktuellen Niveaus einpendeln. Grund sind nachlassende Basiseffekte aus der Energiepreisentwicklung, sollten diese nicht überraschend weiter anziehen. Für das Gesamtjahr rechnen wir unverändert mit einer Inflationsrate von 2,5%, die sich 2019 auf 2,2% moderieren dürfte.

Dr. Lucas Kramer

Prognosen Postbank

	USA		
	2017	2018e	2019e
Reales BIP in % ggü. Vj.	2,2	2,9	2,8
Privater Verbrauch	2,5	2,5	2,5
Bruttoanlageinvestitionen	4,8	5,5	3,8
Staatsverbrauch	-0,1	1,3	1,4
Exporte	3,0	5,4	4,9
Importe	4,6	4,2	3,5
Außenbeitrag*	-0,4	0,0	0,0
Lagerinvestitionen*	0,0	0,0	0,1
Inflationsrate in %	2,1	2,5	2,2

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

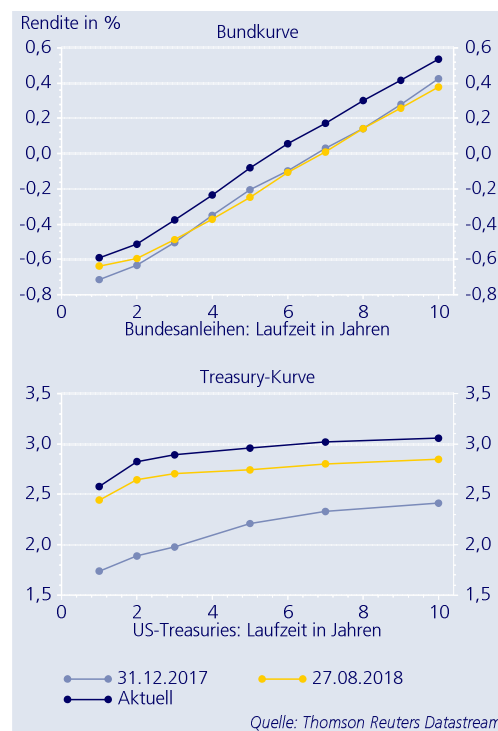
Rentenmarkt: Zinsphantasien sorgen für Anstieg der Kapitalmarktrenditen

Seit unserer letzten Ausgabe der „Perspektiven“ Ende August hat sich am deutschen Rentenmarkt ein für die aktuelle Marktphase beachtlicher Renditeanstieg ergeben. Grund hierfür war insbesondere eine Forcierung der längerfristigen Zinserwartungen für den Euroraum, was sich in einem stärkeren Anstieg der Renditen am langen Ende und einer entsprechenden Versteilerung der Kapitalmarktkurve widerspiegelte. Die 10-jährige Bundrendite legte um 15 Basispunkte auf zuletzt 0,53% zu, während im 2-jährigen Laufzeitenbereich lediglich ein Anstieg um 8 Basispunkte auf -0,50% zu Buche stand. Die Bundkurve liegt damit erstmals seit Mai dieses Jahres, als nachfolgend insbesondere die politische Entwicklung in Italien und im weiteren Verlauf in der Türkei für eine Flucht in als sicher angesehene Bundesanleihen und einen erneuten Renditerückgang gesorgt hatte, wieder klar über ihrem Niveau vom Jahreswechsel. Damit hat das Renditeniveau am deutschen Rentenmarkt zumindest in Ansätzen die Aufwärtsbewegung der Renditen in den USA im bisherigen Jahresverlauf nachvollzogen. Dort stieg die 10-jährige Treasury-Rendite im September weiter um 20 Basispunkte auf 3,05%, die 2-jährige Rendite um 17 Basispunkte auf 2,81%.

Notenbanken wieder stärker im Fokus – Fed setzt Zinserhöhungskurs fort

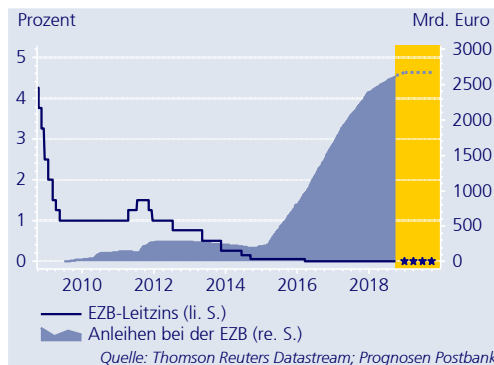
Nachdem über weite Strecken des Jahres politische (Krisen-)Themen wie Handelsstreit, Brexit, Italien oder die Entwicklungen in der Türkei und weiteren Schwellenländern das Geschehen an den internationalen Rentenmärkten bestimmt hatten, rückte zuletzt die geldpolitische Ausrichtung der großen Notenbanken diesseits und jenseits des Atlantiks wieder stärker in den Fokus. So setzte das FOMC der US-Notenbank seinen geldpolitischen Straffungskurs im September mit einem Zinsschritt um 25 Basispunkte auf 2,00-2,25% fort. Dies war bereits die achte Leitzinsanhe-

Kapitalmarktrenditen klettern im September nach oben

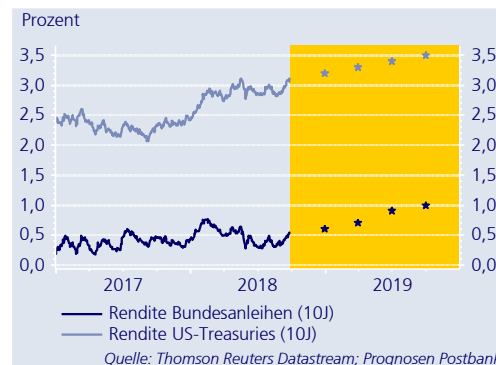


bung seit Beginn des aktuellen Zinszyklus im Dezember 2015. Zudem zeigen sich die Währungshüter hinsichtlich Konjunktur und Inflationsentwicklung unverändert zuversichtlich und sehen die Risiken für ihren Ausblick als ‚balanced‘ an. Die aktuellen Projektionen der einzelnen FOMC-Mitglieder für die zukünftige Leitzinsentwicklung in den USA zeigen im Median, dass ein weiterer Zinsschritt im Dezember dieses Jahres bereits so gut wie sicher sein sollte. Für das kommende Jahr deuten die Projektionen auf drei weitere Zinsschritte hin. Angesichts des robusten Konjunkturfelds sowie eines allmählich zunehmenden Lohndrucks in den USA, der auch durch den jüngsten Arbeitsmarktbericht untermauert wurde, gehen wir von einer Fortsetzung des graduellen Zinserhöhungskurses in den USA mit Zinsschritten in Höhe von 25 Basispunkten im Quartalsrhythmus aus.

EZB-Anleihebestand wird auf absehbare Zeit nicht reduziert



Langfristige Kapitalmarktrenditen sollten auf Jahressicht weiter steigen



EZB will Netto-Anleiheankäufe zum Jahresende einstellen

Mehr Neuigkeiten gibt es von der Geldpolitik im Euroraum zu berichten. Der EZB-Rat hat auf seiner September-Sitzung beschlossen, wie bereits im Juni dieses Jahres angekündigt die monatlichen Netto-Anleiheankäufe ab Oktober 2018 von aktuell 30 auf 15 Mrd. Euro zu halbieren. Zudem bekräftigten die Währungshüter ihre Absicht, diese zum Ende des Jahres vollständig einzustellen, wenn Konjunktur und Inflation sich weiter im Einklang mit ihren Erwartungen entwickeln. Unberührt vom Ende der Netto-Ankäufe bleibt darüber hinaus bekanntermaßen die Reinvestition von Rückflüssen aus dem existierenden Anleihebestand der EZB, deren Fortsetzung auch gestern noch einmal bestätigt wurde. Keine Neuigkeiten wiederum gab es mit Blick auf die Leitzinsen in der Eurozone, die der EZB-Rat erwartungsgemäß unverändert beließ. Zudem wiederholte EZB-Präsident Mario Draghi auf der Pressenkonferenz im Anschluss an die Ratssitzung die Einschätzung, dass diese noch mindestens bis „über den Sommer 2019“ auf ihren aktuellen Niveaus bleiben werden. In der Summe bot die Ratssitzung der EZB im September damit keine Überraschungen. Wir gehen davon aus, dass die Notenbank ihren Fahrplan einhalten wird und rechnen mit einer ersten Leitzinsanhebung im Oktober 2019. Die geldpolitische Wende im Euroraum schreitet damit – wenn auch nur in kleinen Schritten – weiter voran.

Draghi forciert Zinsphantasien – weiteres Aufwärtspotenzial für Renditen

Die geldpolitische Ausrichtung der großen Notenbanken ist in den letzten Wochen wieder stärker in den Fokus der Marktakteure gerückt und war damit auch maßgeblich für die jüngsten Renditeanstiege am deutschen sowie am US-Rentenmarkt. So ist es auch wenig verwunderlich, dass Aussagen von EZB-Präsident vor dem EU-Parlament Ende September, wonach sich die Kerninflation im Euroraum angesichts eines anziehenden Lohnwachstums relativ kräftig entwickeln würde, größere Beachtung fanden. Obwohl EZB-Chefvolkswirt Peter Praet die Aussagen am Tag darauf bereits wieder relativierte, wurden diese von vielen Marktakteuren als überraschend hawkish aufgefasst und trugen zu einem weiteren Renditeanstieg bei.

Grundsätzlich spricht die anstehende Reduktion im Oktober sowie das voraussichtliche Ende der Netto-Anleiheankäufe durch die EZB zum Jahreswechsel 2018/2019 dafür, dass die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum aufgrund einer sinkenden Nachfrage weiter steigen werden. Dieser Effekt dürfte jedoch angesichts der fortgesetzten Reinvestitionen – aufgrund derer die EZB auch weiter ein wichtiger Akteur an den europäischen Rentenmärkten bleiben wird – moderat ausfallen und zudem am Markt bereits weitestgehend eskomptiert sein. Der Blick richtet sich damit stärker auf einen möglichen ersten Zinsschritt der EZB im Herbst kommenden Jahres. Vor diesem Hintergrund sehen wir ein eher be-

grenztes Aufwärtspotenzial und erwarten die Bundrendite auf Sicht von zwölf Monaten bei 1,00%. In den USA dürfte die 10-jährige Treasury-Rendite auf 3,50% anziehen. Als wesentliches Risiko für unsere Prognosen sehen wir weiterhin die unterschiedlichen politischen Themen – Handelsstreit, Brexit, krisenhafte Entwicklungen in der Türkei und anderen Schwellenländern, etc. – die nach wie vor allesamt und insbesondere in Kombination das Potenzial haben, die Nachfrage nach als sicher geltenden Staatsanleihen zu erhöhen und damit einem nachhaltigen Renditeanstieg im Wege zu stehen.

Dr. Lucas Kramer

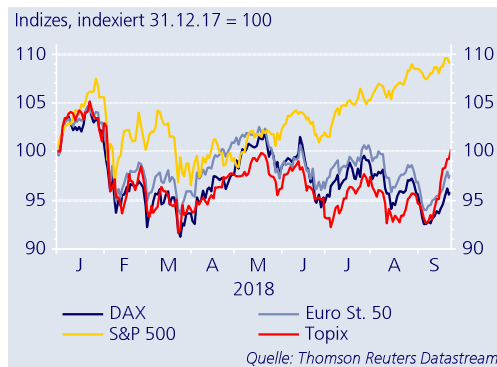
Prognosen Postbank

	26.09.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	2,00-2,25	2,25-2,50	3,00-3,25
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	0,75
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	0,53	0,60	1,00
US-Treas.	3,05	3,20	3,50
Jap. JGBs	0,13	0,10	0,10
Brit. Gilts	1,60	1,60	1,90
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	48	45	35
EWUNon-Fin.	86	80	85

*Quelle: Bloomberg Finance LP,
Thomson Reuters Datastream*

Aktienmarkt: Europäische Aktien mit Nachholpotenzial

DAX, Euro Stoxx 50 und Topix in breitem Seitwärtsband



S&P 500 muss erst in angemessene Bewertung hineinwachsen, bevor die Party weitergehen kann

Die Wall Street marschiert im laufenden Jahr weiter aufwärts. Der Standard & Poor's 500 strebt von Rekordstand zu Rekordstand. Weder die Handelskonflikte mit China und vielen anderen wichtigen Handelspartnern der USA, noch die Leitzinserhöhungen der US-Notenbank können die Börsianer aus der Ruhe bringen. Die goldgeränderten Bilanzen der überwiegenden Mehrheit der Unternehmen und die starken US-Konjunkturzahlen fegen alle Sorgen zur Seite. So steuern die im S&P 500 notierten Unternehmen auf aggregierter Basis für den US-Leitindex im laufenden Jahr auf ein Gewinnplus von mehr als zwanzig Prozent im Vergleich zum Vorjahr hin. Dies wäre das größte Gewinnwachstum seit 2010. Damals erholte sich die größte Volkswirtschaft der Welt aber gerade erst von den negativen Auswirkungen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. In einer solchen Phase sind kräftige Zuwachsraten bei Konjunktur, Umsätzen und Gewinnen häufiger anzutreffen. Die aggregierten Firmengewinne für den S&P 500 sind von 2009 bis 2017 von 62,47 auf 129,44 Indexpunkte gestiegen. Dennoch gelingt es den Unternehmen, diesen Rekordgewinn im laufenden Jahr nochmals um mehr als zwanzig Prozent zu steigern. Der damals gestartete Konjunkturzyklus ist allerdings

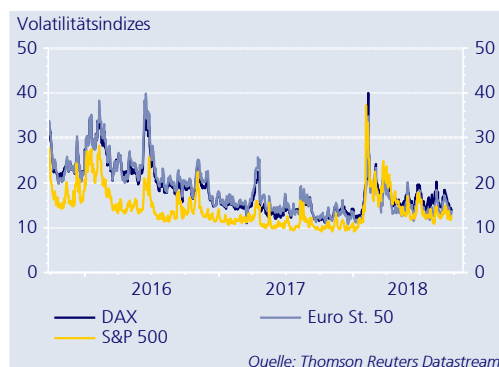
schon weit fortgeschritten und zu so einem späten Zeitpunkt in einem Zyklus mögen bestenfalls einige Unternehmen noch mit kräftigen Gewinnsteigerungen aufwarten können. Aktuell weisen die Firmen aber mit einer überwältigenden Mehrheit deutliche Gewinnzuwächse auf. Treiber hinter diesem Mysterium ist Donald Trump. Mit seiner Ende letzten Jahres durchgeführten Steuerreform ermöglichte er erst diesen hohen Gewinnzuwachs. Auf die Börsianer wirken diese hohen Steigerungsraten offenbar wie Beruhigungspillen. Schon sichtbare negative Effekte aus den Handelskonflikten werden nicht zur Kenntnis genommen. Ebenso verhalten Warnungen einzelner Firmen bezüglich Belastungen durch verhängte Strafzölle ungehört. Der Baldrian wird aber nicht ewig wirken. Spätestens in 2019, wenn der positive Effekt der Steuerreform ausgelaufen ist und die negativen Effekte der Zölle in Unternehmensbilanzen zum Vorschein kommen, werden sich auch die Börsianer an der Wall Street wieder der Realität stellen (müssen). Die im internationalen und im eigenen historischen Vergleich hohe Bewertung des S&P 500 gemessen an seinen Kurs-Gewinn-Verhältnissen für 2018 von 18,3 sowie für 2019 von 16,6 wird dann bei Investoren die Erkenntnis reifen lassen, dass der US-Leitindex zunächst in eine angemessene, niedrigere Bewertung hineinwachsen muss, bevor die Hausse in die nächste Runde gehen kann. Große Kurssprünge erwarten wir vom S&P 500 daher weder auf Sicht von drei noch von zwölf Monaten.

Konjunktursorgen lasten auf europäischen Aktien

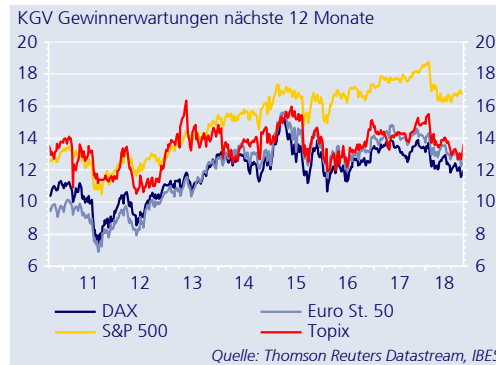
Während die Anleger in der Neuen Welt gemäß dem Motto ‚Das Glas ist halb voll‘ alle Sorgen negieren, suchen zu viele Investoren in der Alten Welt das Haar in der Suppe. Für sie gilt spätestens seit Mai dieses Jahres eindeutig das Motto ‚Das Glas ist halb leer‘. Moderate Rückgänge von Stimmungsindikatoren wie dem ifo-Geschäftsklimaindex oder den PMI wurden

als Vorboten eines konjunkturellen Abschwungs überinterpretiert. Dabei verweilen die entsprechenden Frühindikatoren überwiegend weiterhin im expansiven Bereich und signalisieren somit ein fortgesetztes Wachstum. Die Dynamik dürfte lediglich im Vergleich zum Vorjahr nachlassen. Zusätzlich erschütterten Gewinnwarnungen einzelner Firmen das Vertrauen zahlreicher Investoren in ein Engagement in europäische Aktien. Ein zu hoher Grad an Pessimismus wird hier nach unserer Einschätzung erkennbar. Die Anleger haben aus der berühmten Mücke einen Elefanten gemacht. Wahrscheinlich wird es harter Fakten bedürfen, bevor die Investoren ihre übertriebene Vorsicht erkennen und bei europäischen Aktien wieder zugreifen. Hierbei dürfte es sich weniger um Konjunkturdaten als vielmehr um Unternehmensbilanzen handeln. Daher erwarten wir, dass DAX und Euro Stoxx 50 noch für eine geraume Zeit in ihrem im Februar dieses Jahres begonnenen Seitwärtsband gefangen bleiben werden. Eine deutliche Jahresendralley, in deren Verlauf der DAX beispielsweise auf mehr als 13.000 Punkte klettern und dort überwintern würde, erwarten wir nicht. Andererseits schätzen wir das Risiko, dass DAX und Euro Stoxx 50 unter dem Eindruck weiteren politischen Störfeuers, speziell aus Washington, deutlicher nachgeben, als gering ein. Die attraktiven Bewertungen gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen sichern beide Indizes nach unten ab. Zum Jahreswechsel dürfte der DAX im Bereich von 12.750, der Euro Stoxx 50 im Bereich von 3.500 Punkten notieren.

Angstindizes zeigen europäische Konjunktursorgen nicht



DAX, Euro Stoxx 50 und Topix im Gegensatz zum S&P 500 attraktiv bewertet



Auf Jahressicht deutliches Kurspotenzial bei europäischen Aktien

Auf Sicht von zwölf Monaten bleiben wir optimistisch für die weitere Kursentwicklung gestimmt. Dies gilt besonders für DAX und Euro Stoxx 50 sowie mit leichten Abstrichen auch für den japanischen Topix. Sowohl im eigenen historischen, als auch im internationalen Vergleich sind diese drei Indizes mit Blick auf ihre Kurs-Gewinn-Verhältnisse für dieses und auch für das kommende Jahr attraktiv bewertet. Auf aggregierter Basis erwarten wir für DAX und Euro Stoxx 50 prozentual zweistellige Gewinnzuwächse im kommenden Jahr. Dieses Wachstum dürfte entsprechende Kurssteigerungen auf Jahressicht ermöglichen. Die Gewinndynamik des Topix reicht nach aktuellen IBES-Zahlen aggregiert nicht ganz an die Zuwachsraten der beiden Indizes heran. Dennoch sollte er, wie auch DAX und Euro Stoxx 50, auf Jahressicht den S&P 500 klar outperformen.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	26.09.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.386	12650-12850	13900-14100
Euro St. 50	3.433	3400-3600	3700-3900
S&P 500	2.906	2875-2975	2950-3050
Topix	1.822	1800-1900	1950-2050

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen Oktober 2018

Zinsen in %	26.09.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25
2-j. Bunds	-0,50	-0,50	-0,45	-0,40	-0,35
10-j. Bunds	0,53	0,60	0,70	0,90	1,00
USA					
Fed Funds Rate	2,00-2,25	2,25-2,50	2,50-2,75	2,75-3,00	3,00-3,25
3-Monats-Libor	2,39	2,90	3,10	3,25	3,40
2-j. Treasuries	2,81	3,00	3,20	3,30	3,40
10-j. Treasuries	3,05	3,20	3,30	3,40	3,50
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-271	-320	-340	-355	-365
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-252	-260	-260	-250	-250
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	0,13	0,10	0,10	0,10	0,10
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,60	1,60	1,70	1,80	1,90
Swap/Credit Spreads in Basispunkten	26.09.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	48	45	35	35	35
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-14	-15	-15	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	86	80	80	85	85
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	277	300	300	300	320
Wechselkurse	26.09.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,1752	1,18	1,20	1,22	1,22
Japanischer Yen (EUR/JPY)	132,71	130	130	130	130
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8917	0,90	0,90	0,90	0,90
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1356	1,13	1,15	1,17	1,18
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	8,0914	8,10	8,20	8,30	8,30
Commodities	26.09.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	81,28	78	75	75	75
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.194	1.250	1.250	1.275	1.275
Aktien	26.09.	KGV		Kursziel	
		2018e	2019e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	12.386	13,1	11,7	12650-12850	13900-14100
Euro Stoxx 50	3.433	13,8	12,4	3400-3600	3700-3900
Standard & Poor's 500 *	2.906	18,2	16,5	2875-2975	2950-3050
Topix	1.822	13,1	12,5	1800-1900	1950-2050

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen Oktober 2018

	BIP, real								BIP, real			Inflationsrate		
	in % ggü. Vq., sb.								in % ggü. Vj.			in %		
	2018				2019e				2017	2018e	2019e	2017	2018e	2019e
	Q1	Q2	Q3e	Q4e	Q1	Q2	Q3	Q4						
Deutschland	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	2,2	2,0	1,8	1,8	1,9	1,9
Euroraum	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	2,4	2,1	1,7	1,5	1,7	1,7
USA	0,5	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	2,2	2,9	2,8	2,1	2,5	2,2
Japan	-0,2	0,7	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	-0,5	1,7	0,8	0,6	0,5	0,8	0,6