

## Februar 2018

---

- **Finanzmärkte 2018: Comeback der Geldpolitik**  
(Geo-)politische Ereignisse sorgten im 1. Halbjahr 2017 für Schwankungen  
Geldpolitik und Konjunktur dominierten im 2. Halbjahr (wieder) das Bild  
Bedeutung der Geldpolitik für die Märkte nimmt 2018 weiter zu  
Nachlassende geldpolitische Unterstützung sorgt für Anstieg der Volatilität
  
- **EWU-Konjunktur: Mit sehr viel Schwung ins neue Jahr**  
Deutsche Wirtschaft verbreitert ihre Wachstumsbasis  
Starker Jahresauftakt zeichnet sich ab  
EWU-Inflation sollte 2018 nochmals anziehen
  
- **US-Konjunktur: Weitere Beschleunigung des BIP-Wachstums im Jahr 2018**  
Leichte Abschwächung des BIP-Wachstums im 4. Quartal  
Unsicherheitsfaktor 1. Quartal  
Inflationsrate dürfte 2018 auf 2,3% steigen
  
- **Rentenmarkt: Renditen ziehen an**  
EZB hält sich noch bedeckt  
Fed setzt Normalisierungskurs fort  
Schwächerer US-Dollar
  
- **Aktienmarkt: DAX und Euro Stoxx 50 mit Vorteilen**  
Positive Konjunkturerwartungen waren ein wichtiger Kurstreiber 2017  
Indizes mit starkem Jahresauftakt  
Berichtssaison mit gutem Start  
Firmengewinne steigen auch 2018

## 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](http://www.postbank.de)

Redaktionsschluss: 29. Januar 2018

Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
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 Deutsche Postbank AG garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

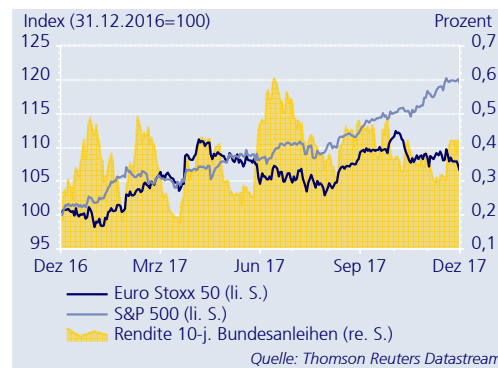
## Finanzmärkte 2018: Comeback der Geldpolitik

### (Geo-)politische Ereignisse sorgten im 1. Halbjahr 2017 für Schwankungen

Die Bedeutung (geo-)politischer Ereignisse für die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten, die sich im Zuge des britischen Brexit-Votums und der US-Präsidentenwahl im Jahr 2016 verstärkt hatte, hatte auch in der ersten Jahreshälfte 2017 Bestand. Entsprechende Anlässe gab es mit den französischen und niederländischen Wahlen, dem britischen Brexit-Antrag, der Unklarheit hinsichtlich der zukünftigen US-Wirtschaftspolitik oder auch den Verhandlungen zur Auszahlung weiterer Hilfgelder an Griechenland genug. Dies bedeutet aber nicht, dass beispielsweise bei Aktien per Saldo eine negative Entwicklung zu verbuchen war – im Gegenteil: Zur Jahresmitte 2017 notierten die vier von uns analysierten Indizes um fünf bis acht Prozent über ihrem jeweiligen Schlussstand des Vorjahres. Der positive Grundtrend wurde dabei insbesondere durch die weiter anziehende konjunkturelle Dynamik – nicht nur in einzelnen Regionen, sondern auf globaler Ebene – bestimmt und spiegelte sich auch in einem moderaten Anstieg der Renditen von (sicheren) Bundesanleihen sowie sinkenden Risikoaufschlägen für Euro-Peripherie-Anleihen und Unternehmensanleihen wider.

Begleitet wurde die grundlegend positive Dynamik in der ersten Jahreshälfte gleichwohl von temporären Rücksetzern bei den Aktienkursen sowie mehrfachen Richtungswechseln bei der Entwicklung der Renditen. So führte die politische Unsicherheit zeitweise zu einer Zurückhaltung bei Aktienkäufen sowie einer verstärkten Nachfrage nach als sicher geltenden Bundesanleihen – insbesondere im Vorfeld der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen im April. Hingegen fand die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks in der ersten Jahreshälfte vergleichsweise wenig Beachtung. Vielmehr bauten die Marktakteure auf eine Fortsetzung des vorsichtigen

### 2017: Positive Aktienmarktperformance, Anleihen nur moderat unter Druck

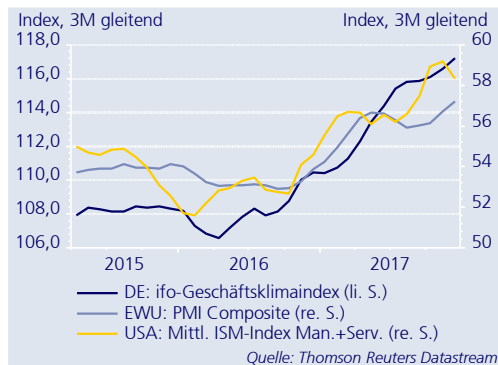


geldpolitischen Straffungskurses in den USA – ohne größere Überraschungen. Im Euroraum wurden nach der EZB-Entscheidung Ende 2016, das Anleiheankaufprogramm ab April 2017 noch einmal um neun Monate zu verlängern und gleichzeitig das monatliche Volumen von 80 auf 60 Mrd. Euro zu reduzieren, kurzfristig keine neuen Signale erwartet. Vor diesem Hintergrund erwischten die überraschend hawkischen Äußerungen von EZB-Ratspräsident Mario Draghi im Rahmen seiner Sintra-Rede Ende Juni viele Markakteure auf dem falschen Fuß – das einzige Mal im 1. Halbjahr 2017, dass die Geldpolitik klar in den Fokus rückte. Dies zeigte sich insbesondere bei der 10-jährigen Bundrendite, die binnen weniger Tage um mehr als 20 Basispunkte zulegte, was schlussendlich maßgeblich für die Renditeentwicklung in der gesamten ersten Jahreshälfte verantwortlich zeichnete.

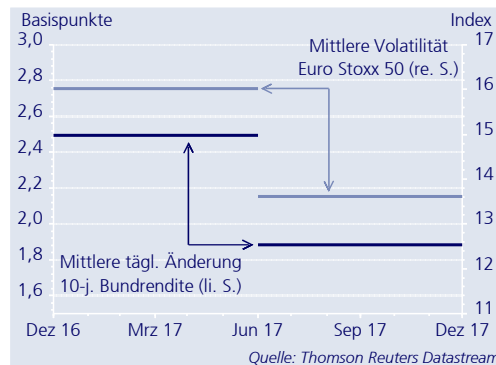
### Geldpolitik und Konjunktur dominieren im 2. Halbjahr (wieder) das Bild

Die Draghi-Rede in Sintra war dann auch der Startschuss in ein 2. Halbjahr 2017, in dem die Kommunikation der Notenbanken hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik wieder stärker in den Fokus rückte. Hingegen traten im Gegensatz zum Vorjahr sowie zum 1. Halbjahr die (geo-)politischen

### Stimmungsindikatoren 2017 mit immer neuen (zyklischen) Hochs



### Durchschnittliche Marktbewegungen im 2. Halbjahr 2017 deutlich gesunken



Risiken bei vielen Marktakteuren immer stärker in den Hintergrund – trotz einer neuen Eskalationsstufe im Nordkorea-Konflikt und der Tatsache, dass Unsicherheitsfaktoren wie der nahende Brexit oder die Schuldenprobleme in der Eurozone weiterhin existent waren (und immer noch sind).

Während die Aktienmärkte sich zunächst noch in eine weitgehend ereignislose Sommerpause verabschiedeten, führten die nach der Sintra-Rede wieder verstärkt dovishen Äußerungen verschiedener EZB-Offizieller zunächst zu einer Gegenbewegung bei den Kapitalmarkrenditen. Die laufende Verzinsung 10-jähriger Bunds sank von ihrem Jahreshoch bei 0,60% Mitte Juli bis Anfang September auf 0,30%. Neben der EZB-Kommunikation spielte hier auch die schwächere US-Inflation eine Rolle, die zwischenzeitlich Zweifel aufkommen ließ, ob die Fed weiter an ihrem vorsichtigen geldpolitischen Straffungskurs festhalten würde. Die Aussicht, dass der Fortschritt der geldpolitischen Trendwende zu beiden Seiten des Atlantiks sich doch noch einmal verzögern könnte und damit die Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken weiter hoch bliebe, ließ wiederum die Aktienmärkte Ende August mit viel Schwung aus der Sommerpause kommen. Bis zum Jahresende bauten die vier von uns analysierten Indizes ihre Jahresperformance unterschiedlich deutlich auf sieben bis zwanzig Prozent aus. Angesichts immer neuer (zyklischer) Hochs bei diversen Sentimentindikatoren rund um den Globus wurde nun auch das fundamentale Umfeld wieder stärker als Unterstützung wahrgenom-

men, zumal die immer bessere Stimmung auch durch die Entwicklung der harten Konjunkturdaten und die guten Gewinn- und Umsatzzahlen der Unternehmen untermauert wurde.

Während die höhere globale Konjunkturdynamik am Rentenmarkt bereits ebenfalls schon im Spätsommer für steigende Renditen gesprochen hätte, überwog hier vorerst noch eine abwartende Haltung der Marktakteure, in welchem Tempo sich die geldpolitische Trendwende fortsetzt. Die Auflösung erfolgte in zwei Schritten: Zunächst entschied die Fed im September, die Reinvestition von Rückflüssen aus Wertpapieren in ihrem Bestand ab Oktober sukzessive zu drosseln und damit den geldpolitischen Expansionsgrad weiter zu reduzieren. Auch eine weitere Leitzinsanhebung zum Jahresende wurde zu diesem Zeitpunkt bereits an den Märkten eingepreist. Im Oktober verkündete dann die EZB die Verlängerung ihres Anleiheankaufprogramms von Januar bis September 2018, wobei sie das monatliche Volumen etwas stärker als im Vorfeld erwartet auf 30 Mrd. Euro senkte. In der Summe sorgten diese Entwicklungen bei vielen Marktakteuren diesseits und jenseits des Atlantiks für zunehmende Gewissheit, dass die geldpolitische Wende – wenn auch in langsamem Tempo – weiter im Gange ist. Vor diesem Hintergrund zog die 10-jährige Bundrendite zum Jahresende noch einmal deutlich an und lag schlussendlich mit 0,42% um mehr als 20 Basispunkte über ihrem Niveau von Ende 2016.

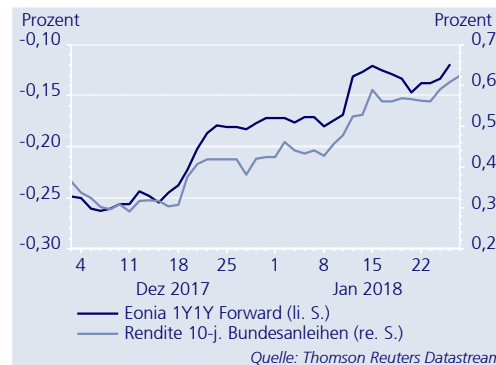
Der Fokus auf die global anziehende Konjunktur­dynamik sowie auf die Aussichten für die zukünftige Geldpolitik hat auch dazu geführt, dass die Schwankungsbreite in der zweiten Jahreshälfte 2017 im Gegen­satz zum (geo-)politisch dominierten 1. Halbjahr an den Märkten deutlich gesunken ist. Dies zeigt sich unter anderem am Beispiel der mittleren täglichen (betrags­mäßigen) Veränderung der 10-jährigen Bundrendite. Schwankte diese im 1. Halb­jahr durchschnittlich noch um rund 2,5 Basispunkte pro Tag, ging dieser Wert in der zweiten Jahreshälfte auf 1,9 Basispunkte zurück. Ein vergleichbares Bild ergibt sich auch für die Volatilität des Euro Stoxx 50 mit einem Rückgang des entsprechenden Indexes von 16,0 auf rund 13,5 Punkte.

### Bedeutung der Geldpolitik für die Märkte nimmt 2018 weiter zu

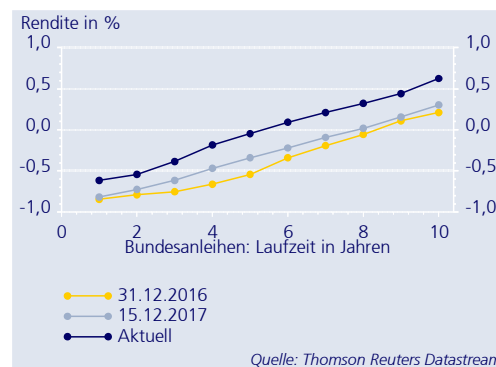
Der veränderte Marktfokus in der zweiten Jahreshälfte 2017 setzt unseres Erachtens auch den Ton für die Entwicklung an den Finanzmärkten in diesem Jahr. Dies gilt in erster Linie für die Geldpolitik, was bereits um den Jahreswechsel herum klar zu beobachten war. So sind die Leitzins­erwartungen des Marktes für die Eurozone, gemessen am Eonia-Forward, seit Mitte Dezember 2017 deutlich gestiegen. Insgesamt wird eine erste Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes nun bereits im März 2019 erwartet, was sich in einem deutlichen Renditeanstieg entlang der gesamten Kapitalmarktkurve binnen gerade einmal 40 Tagen widerspiegelte.

Wir gehen jedoch davon aus, dass die Markterwartungen vor dem Hintergrund immer neuer positiver Konjunktur- und Unternehmensnachrichten, der Verabschiedung der US-Steuerreform kurz vor Weihnachten, einer nachhaltigen Euro-Stärke sowie des deutlichen Ölpreisanstiegs, der die Inflations­erwartungen befeuert, etwas über das Ziel hinausgeschossen sind. Folgt die EZB ihrer seit geraumer Zeit etablierten Kommunikation, was sie auch bisher stets getan hat, läuft das Anleihe­kauf­programm noch bis mindestens September dieses Jahres. Darüber hinaus betonen die Währungshüter regelmäßig, dass die Leit-

### Steigende EZB-Leitzins­erwartungen des Marktes zum Jahreswechsel...



### ... führen zu deutlicher Aufwärts­verschiebung der Kapitalmarktkurve



zinsen „für längere Zeit und weit über den Zeithorizont unseres Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden“. Selbst wenn die Netto-Anleihe­käufe tatsächlich im September dieses Jahres eingestellt werden sollten, wäre – bei allem gegebenem Interpretationsspielraum der EZB-Aussage – März 2019 tatsächlich der frühest denkbare Zeitpunkt für die erste Leitzins­anhebung im Euroraum seit Juli 2007.

Auch wenn die Marktreaktion zum Jahreswechsel die Erwartungen an die zukünftige Geldpolitik im Euroraum aus unserer Sicht etwas vorweggenommen hat, bedeutet dies nicht, dass wir nicht ebenfalls in der Fortführung des Ausstiegs aus der ultraexpansiven Geldpolitik das dominierende Thema an den Finanzmärkten in diesem Jahr sehen. So gehen wir davon aus, dass der EZB-Rat im Juni zunächst ein weiteres Tapering der Netto-Anleihe­käufe ab

Oktober beschließt und diese dann Ende 2018 endgültig einstellt. Einen ersten Zinsschritt erwarten wir damit auf Basis der vorangegangenen Argumentation erst zur Jahresmitte 2019. Dies wäre immer noch ein vergleichsweise früher Zeitpunkt. So erfolgte die erste Leitzinsanhebung nach der Finanzkrise durch die Fed – die als erste der großen Notenbanken den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik eingeleitet hat – im Dezember 2015 und damit rund 14 Monate nach Beendigung ihres Nettoerwerbs von Vermögenswerten.

Wenig geldpolitische Überraschungen sind wiederum in diesem Jahr aus den USA zu erwarten, wo der Wechsel des FOMC-Vorsitzes im Februar kaum Auswirkungen auf die Fortsetzung des graduellen geldpolitischen Straffungskurses haben dürfte. Wir gehen weiterhin von drei Zinsschritten à 25 Basispunkte in diesem Jahr aus, so dass die Fed Funds Target Rate Ende 2018 bei 2,00-2,25% liegen sollte.

### **Nachlassende geldpolitische Unterstützung sorgt für Anstieg der Volatilität**

Unter zusätzlicher Berücksichtigung des immer besseren globalen Konjunkturausblicks – so hat jüngst der IWF seine Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft in diesem Jahr von 3,7% auf 3,9% angehoben – ist die Basis für einen weiteren Anstieg der Kapitalmarktrenditen im Jahresverlauf damit in der Summe gegeben. Auf den aktuell erreichten Niveaus vieler Sentiment- und Konjunkturdaten werden positive Überraschungen gleichwohl immer schwieriger. Angesichts der vorweggenommenen Entwicklung zum Jahreswechsel dürfte zudem ein größerer Teil des Renditeanstiegs erst in der zweiten Jahreshälfte erfolgen, zumal dann auch Klarheit über das Ende des QE-Programms der EZB bestehen sollte. Die von uns erwarteten Renditeanstiege auf 3,00% bei 10-jährigen US-Treasuries sowie auf 0,90% bei Bundesanleihen gleicher Laufzeit auf Jahressicht zeigen aber auch, dass in diesem Jahr zinsseitig weiterhin keine großen Sprünge zu erwarten sind.

Grund hierfür ist der ungeachtet der eingeleiteten geldpolitischen Trendwende immer noch hohe Expansionsgrad der Geldpolitik diesseits und jenseits des Atlantiks. So fährt die Fed die Reinvestition von Rückflüssen aus ihrem Anleihebestand nur sehr allmählich zurück, während die EZB, ungeachtet des noch ausstehenden Endes der Netto-Ankäufe, hiervon noch weit entfernt ist. Gerade Letztere bleibt damit auch auf absehbare Zeit ein dominanter Akteur am Kapitalmarkt. Vor diesem Hintergrund ist auch nicht davon auszugehen, dass sich die Risikoaufschläge für Staatsanleihen der EWU-Peripherie im Jahresverlauf deutlicher ausweiten. Angesichts der nach wie vor ungelösten Schuldenprobleme in vielen Ländern des Euroraums ist aber eine weitere, signifikante Einengung gleichfalls kaum vorstellbar. Grundsätzlich gilt eine analoge Argumentation auch für Unternehmensanleihen, die durch die Geldpolitik ebenfalls gut unterstützt bleiben dürften. Eine moderate Ausweitung erwarten wir hier insbesondere angesichts der erreichten, sehr niedrigen Niveaus, aufgrund derer die Anfälligkeit für Zweifel an einer weiterhin hohen oder noch zunehmenden konjunkturellen Dynamik gestiegen sein dürfte. Grundsätzlich könnte der fortschreitende Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik auch die Aktienmärkte zeitweise belasten – zumal die Positionierungen der Investoren inzwischen sehr offensiv sind. Dies sehen wir aber aktuell nicht. Nach Jahren der Nullzinspolitik wird die geldpolitische Trendwende vielmehr als Beleg für das robuste Konjunkturmilieu angesehen, so dass wir auf Jahressicht weiteres Kurspotenzial sehen.

Mit den nachlassenden Marktreaktionen auf (geo-)politische Ereignisse ist auch die Volatilität in vielen Asset-Klassen im vergangenen Jahr auf teilweise historische Tiefstände gesunken. Dieser Trend dürfte sich unseres Erachtens 2018 nicht weiter fortsetzen. Eine perspektivisch nachlassende Unterstützung der Märkte durch die Geldpolitik sollte vielmehr dazu führen, dass Investoren ungünstige Nachrichten – gleich welcher Art – schlechter aushalten können als in der Vergangenheit.

*Dr. Lucas Kramer*

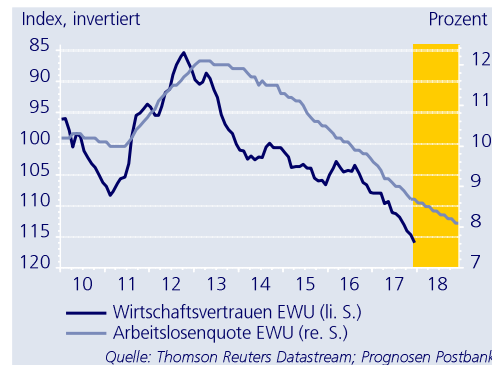
## EWU-Konjunktur: Mit sehr viel Schwung ins neue Jahr

### Deutsche Wirtschaft verbreitert ihre Wachstumsbasis

Das deutsche BIP ist im Jahr 2017 nicht kalenderbereinigt kräftig um 2,2% gegenüber dem Vorjahr gewachsen. Angesichts einer geringeren Zahl von Arbeitstagen im Vergleich zu 2016 ergibt sich kalenderbereinigt sogar ein Plus in Höhe von 2,5%. Der private Verbrauch sowie die Bruttoanlageinvestitionen behielten ihr Wachstumstempo aus dem Vorjahr mit +2,0% beziehungsweise +3,0% nahezu bei. Unter Letzteren wuchsen aber die Investitionen in Ausrüstungen (+3,5% nach +2,2%) schneller als im Vorjahr. Hingegen verringerte sich die Dynamik bei den Staatsausgaben auf +1,4%, was insbesondere geringeren Ausgaben im Zusammenhang mit dem Flüchtlingszustrom geschuldet war. Exporte (+4,7%) und Importe (+5,2%) legten jeweils kräftig zu. Per Saldo steuerte der Außenhandel 0,2 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei, nachdem er dieses im Vorjahr noch mit 0,3 Prozentpunkten belastet hatte. Selbst die Lagerinvestitionen, die die konjunkturelle Dynamik zuvor drei Jahre in Serie gedämpft hatten, beeinflussten das BIP-Wachstum positiv, wenn auch nur geringfügig (+0,1 Prozentpunkte). Die deutsche Konjunktur stand damit 2017 auf der denkbar breitesten Basis.

Aus der Schnellschätzung des Statistischen Bundesamtes für das BIP des gesamten Jahres lassen sich keine zuverlässigen Rückschlüsse auf die Entwicklung im 4. Quartal ziehen, da die Statistiker in den Jahreszahlen auch Revisionen der Vorquartale berücksichtigen, die bislang noch nicht kommuniziert worden sind. Dessen ungeachtet gehen wir aber davon aus, dass sich das deutsche BIP-Wachstum im 4. Quartal gegenüber der Vorperiode auf 0,5% ermäßigt hat, da die feier- und brückentagsbedingt schwache Produktionstätigkeit im Oktober das Ergebnis des gesamten Quartals etwas belastet haben sollte. Der gesamte Euroraum, der den deutschen

### Wirtschaftsaufschwung drückt EWU-Arbeitslosigkeit nachhaltig



Sondereffekt nur in stark abgeschwächter Form gespürt haben sollte, dürfte etwas stärker um 0,6% gewachsen sein. Für das Gesamtjahr 2017 rechnen wir mit einer Beschleunigung des EWU-BIP-Wachstums von 1,8% auf 2,3%.

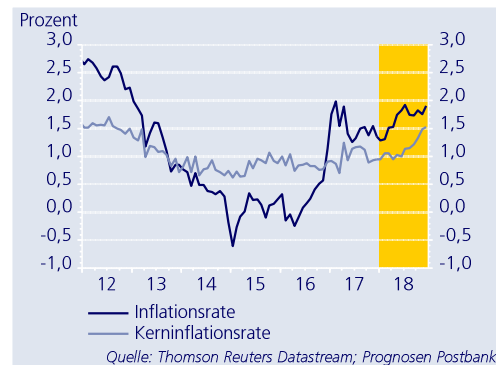
### Starker Jahresauftakt zeichnet sich ab

Für das laufende Quartal liegen zum jetzigen Zeitpunkt naturgemäß noch überhaupt keine Indikationen in Form harter Konjunkturdaten vor. Die Stimmungsindikatoren weisen aber darauf hin, dass die Konjunktur in Deutschland wie auch im gesamten Euroraum ihr hohes Tempo vorläufig beibehalten sollte. So präsentieren sich die Unternehmen weiterhin in exzellenter Stimmung. Zwar gab der EWU-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe im Januar vorläufigen Angaben zufolge von 60,6 auf 59,6 Punkte nach. Damit bewegte er sich aber weiterhin auf sehr hohem Niveau. Im Dienstleistungssektor ergab sich im Gegenzug eine deutliche Stimmungsverbesserung. Der EWU-Serviceindex stieg von 56,6 auf 57,6 Punkte. Der ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands wiederum ist im Januar um 0,4 auf 117,6 Punkte gestiegen und hat damit sein erst im November 2017 erzielt Allzeithoch

eingestellt. Dabei hellte sich die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage auf hohem Niveau nochmals deutlich auf, während die Geschäftserwartungen für die kommenden sechs Monate etwas schlechter eingeschätzt werden. In Letzteren dürften sich Befürchtungen widerspiegeln, dass sich die erfolgte Euro-Aufwertung mit Verzögerung in schlechteren Exportchancen der Unternehmen niederschlagen könnte. Grund zur Besorgnis ist dies aber nicht, da die Stimmung laut ifo-Institut in allen Sektoren blendend ist, was auf eine robust wachsende Nachfrage aus dem In- und aus dem Ausland schließen lässt.

Wir sind zuversichtlich, dass sich die Aufschwungstendenzen in Deutschland und in der EWU im gesamten Jahr 2018 fortsetzen. Das Tempo könnte aber im Jahresverlauf etwas nachlassen. So dürfte die Dynamik durch den festeren Euro leicht gedämpft werden. In einigen Teilen des Euroraums, wie vor allem in Deutschland, könnten auch Kapazitätsengpässe das Wachstum begrenzen. Für das Gesamtjahr 2018 gehen wir aber von anhaltend hohen Wachstumsraten aus. In Deutschland sollte sich der BIP-Zuwachs leicht auf 2,3% beschleunigen, im Euroraum geringfügig auf 2,2% zurückgehen.

### Kurzfristiger Rücksetzer der EWU-Inflationsrate zu erwarten



### EWU-Inflation sollte 2018 nochmals anziehen

Die EWU-Inflationsrate ist im Dezember 2017 von 1,5% auf 1,4% gesunken. Dagegen verharrte die Kerninflationsrate bei 0,9%. Im Jahresdurchschnitt 2017 lag die Inflationsrate bei 1,5%, womit das EZB-Ziel von unter, aber nahe bei 2% erneut verfehlt wurde. Für 2018 rechnen wir vor dem Hintergrund des robusten Wachstums mit einer Beschleunigung der Kerninflation. Die Verfestigung des Ölpreises auf seinem aktuell etwas erhöhtem Niveau sollte zu einem leichten Zusatzimpuls seitens der Energiepreise führen. In der Summe gehen wir von einem Anstieg der EWU-Inflationsrate auf 1,7% in 2018 aus.

Heinrich Bayer

### Prognosen Postbank

|                                     | Deutschland |      |       | Euroraum |       |       |
|-------------------------------------|-------------|------|-------|----------|-------|-------|
|                                     | 2016        | 2017 | 2018e | 2016     | 2017  | 2018e |
| <b>Reales BIP in % ggü. Vj.</b>     | 1,9         | 2,2  | 2,3   | 1,8      | 2,3e  | 2,2   |
| Privater Verbrauch                  | 2,1         | 2,0  | 1,6   | 2,0      | 1,9e  | 1,8   |
| Bruttoanlageinvestitionen           | 3,1         | 3,0  | 2,9   | 4,5      | 4,0e  | 3,8   |
| Staatsverbrauch                     | 3,7         | 1,4  | 1,6   | 1,8      | 1,1e  | 1,2   |
| Exporte                             | 2,6         | 4,7  | 4,6   | 3,3      | 4,8e  | 4,1   |
| Importe                             | 3,9         | 5,2  | 4,8   | 4,7      | 4,6e  | 4,2   |
| Außenbeitrag*                       | -0,3        | 0,2  | 0,2   | -0,4     | 0,2e  | 0,1   |
| Lagerinvestitionen*                 | -0,2        | 0,1  | 0,3   | -0,2     | 0,1e  | 0,0   |
| <b>Arbeitslosenquote in %</b>       | 6,1         | 5,7  | 5,4   | 10,0     | 9,1   | 8,4   |
| <b>Inflationsrate in %</b>          | 0,5         | 1,8  | 1,9   | 0,2      | 1,5   | 1,7   |
| <b>Staatl. Finanzierungssaldo**</b> | 0,8         | 1,2  | 0,8   | -1,5     | -1,1e | -0,9  |

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



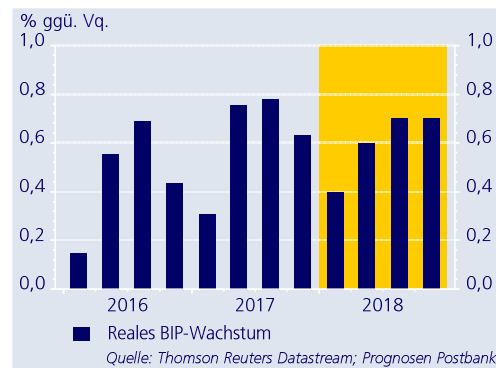
## US-Konjunktur: Weitere Beschleunigung des BIP-Wachstums im Jahr 2018

### Leichte Abschwächung des BIP-Wachstums im 4. Quartal

Das US-BIP ist im 4. Quartal 2017 in annualisierter Rechnung um 2,6% gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Damit schwächte sich die Dynamik nach zwei starken Quartalen etwas ab. Ursächlich hierfür war insbesondere der Außenhandel, der 1,1 Prozentpunkte von der Wachstumsrate subtrahierte. Ein kräftiges Plus bei den Exporten von 6,9% wurde von den Importen mit einem Zuwachs um 13,9% noch klar in den Schatten gestellt. Auch die Lagerinvestitionen bremsten das BIP-Wachstum um 0,7 Prozentpunkte. Dagegen beschleunigte sich der Zuwachs beim privaten Verbrauch auf eine annualisierte Quartalsrate von 3,8%. Zudem trug der Staatskonsum erheblich zum Wachstum bei. Er legte ungewöhnlich kräftig um 3,0% zu. Hierzu trug auch die Zentralregierung bei, die aber fast ausschließlich die Rüstungsausgaben steigerte, diese jedoch massiv. Etwa die Hälfte des BIP-Wachstums im 4. Quartal ging auf das Konto der Bruttoanlageinvestitionen, die um 7,9% ausgeweitet wurden. Hierunter wiederum legten die Ausrüstungsinvestitionen um 11,4% zu und die Wohnungsbauinvestitionen um 11,6%. Die gewerblichen Bauinvestitionen entwickelten sich mit einem Zuwachs von 1,4% hingegen weit unterdurchschnittlich.

Trotz des etwas schwächeren, aber immer noch robusten Wirtschaftswachstums im 4. Quartal ist das US-BIP im Gesamtjahr 2017 um 2,3% und damit deutlich schneller als im Vorjahr (+1,5%) gewachsen. Wachstumsträger Nr. 1 blieb mit einem Zuwachs von unverändert 2,7% bzw. einem Beitrag zum BIP-Wachstum von 1,9 Prozentpunkten der private Verbrauch. Die Steigerung der Dynamik wiederum war nahezu ausschließlich den Investitionen der Unternehmen zu verdanken. Diese investierten 4,8% mehr in Ausrüstungen und 5,3% mehr in Bauten, während sie die betreffenden Ausgaben im Jahr 2016 noch jeweils

### Erneuter Wachstumsdämpfer zum Jahresauftakt nicht auszuschließen



spürbar reduziert hatten. Auch die Lagerinvestitionen trugen zur Steigerung des BIP-Wachstums 2017 bei. Zwar drückten sie dieses immer noch um 0,1 Prozentpunkte, womit die Belastung aber deutlich geringer ausfiel als im Vorjahr.

### Unsicherheitsfaktor 1. Quartal

Mit dem Aufwärtstrend der Unternehmensinvestitionen hat der Aufschwung der US-Konjunktur an Qualität gewonnen, zumal damit auch ein weiterer Anstieg der Beschäftigung verbunden sein sollte. Zusätzliche Schubkraft dürfte die Wirtschaft durch die mittlerweile verabschiedete Steuerreform erhalten, von der vor allem die Unternehmen deutlich profitieren. Wir sind deshalb zuversichtlich, dass die Wachstumsdynamik der US-Wirtschaft in diesem Jahr noch einmal zunehmen sollte.

Hierzu passt auch, dass sich die Stimungsindikatoren weiterhin auf einem hohen Niveau befinden. Dies betrifft insbesondere den ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe, der mit zuletzt 59,3 Punkten auf ein robustes Wachstum in der Industrie schließen lässt. Auch bewegen sich die Aufträge für langlebige Wirtschaftsgüter (ex Transport) seit Monaten in einem sehr soliden Aufwärtstrend. Dieser wurde zum Jahreschluss mit einem Plus

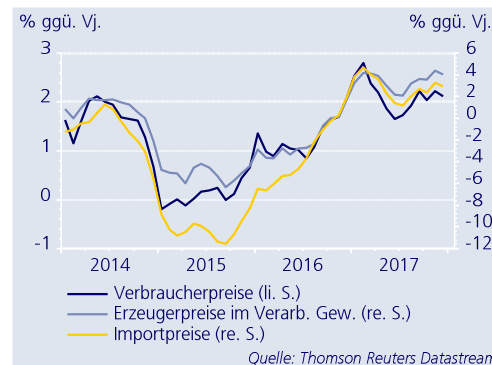
von 0,6% gegenüber dem Vormonat noch einmal bestätigt. Aufgrund eines kräftigen Anstiegs der zivilen Flugzeugbestellungen legten die gesamten Orders im Dezember sogar um 2,9% zu. Die Auftragsbücher der Unternehmen dürften damit auch für die kommenden Monate gut gefüllt sein und geben damit einen weiterhin positiven Ausblick für die US-Industrie.

Gleichwohl sind wir hinsichtlich des Wachstumsausblicks für das 1. Quartal 2018 eher vorsichtig. So deutet der starke Zuwachs des privaten und staatlichen Verbrauchs im Vorquartal darauf hin, dass der Jahresbeginn diesbezüglich wesentlich schwächer ausfallen könnte. Zudem hat das Wachstum in Q1 in drei der letzten vier Jahre enttäuscht, was Probleme bei der Saisonbereinigung der Daten vermuten lässt. Wir gehen deshalb von einem eher mäßigen BIP-Plus von annualisiert 1,6% zu Jahresbeginn aus, rechnen aber mit einer spürbaren Steigerung im weiteren Jahresverlauf. Insgesamt dürfte dies zu einer leichten Wachstumsbeschleunigung auf 2,4% in 2018 führen.

### Inflationsrate dürfte 2018 auf 2,3% steigen

Die US-Verbraucherpreise sind im Dezember lediglich um 0,1% gegenüber dem Vormonat gestiegen. Gebremst wurde die Preisdynamik durch sinkende Energiepreise. Die ohne die Komponenten Energie und Nahrungsmittel berechneten Kernver-

### Preisanstieg auf Vorstufen verfestigt sich auf leicht erhöhtem Niveau



braucherpreise stiegen dagegen zum Vormonat um 0,3%. Dadurch erhöhte sich die Kerninflationsrate zum Jahresschluss von 1,7% auf 1,8%, während die Inflationsrate von 2,2% auf 2,1% nachgab. Im gesamten Jahr 2017 wurden jeweils dieselben Werte erreicht wie im Dezember.

Der Trend bei den Kernverbraucherpreisen hat im Verlauf des vergangenen Jahres zwei beachtliche Schwenks hingelegt. Zunächst brach der zuvor solide Aufwärtstrend im Frühjahr nahezu vollständig ab. Von März bis Juli stiegen die Kernverbraucherpreise im Durchschnitt lediglich um 0,05% zum Vormonat, ohne dass für diese Abschwächung klare Auslöser zu erkennen waren. In den nachfolgenden fünf Monaten ergab sich dann eine durchschnittliche Monatsteuerung von 0,20%. Letzteres passt viel besser in das ökonomische Umfeld, das von einem sehr soliden Wachstum und einem anhaltenden Beschäftigungsaufbau geprägt wird. Diese beiden Faktoren bleiben 2018 aller Voraussicht nach erhalten. Überdies gehen wir davon aus, dass im Zuge des enger werdenden Angebots an verfügbaren Arbeitskräften die Lohndynamik zunimmt. Dies sollte den Aufwärtstrend bei den Kernverbraucherpreisen zusätzlich unterfüttern. Wir rechnen daher mit einer Beschleunigung bei der Kerninflation auf 2,1% im Jahresdurchschnitt. Da sich zugleich die Energiepreise 2018 als leicht preistreibender Faktor erweisen sollten, erwarten wir einen Anstieg der Inflationsrate auf 2,3%.

Heinrich Bayer

### Prognosen Postbank

|                                 | USA  |      |       |
|---------------------------------|------|------|-------|
|                                 | 2016 | 2017 | 2018e |
| <b>Reales BIP in % ggü. Vj.</b> | 1,5  | 2,3  | 2,4   |
| Privater Verbrauch              | 2,7  | 2,7  | 2,4   |
| Bruttoanlageinvestitionen       | 0,7  | 4,0  | 4,4   |
| Staatsverbrauch                 | 0,8  | 0,1  | 1,2   |
| Exporte                         | -0,3 | 3,4  | 4,6   |
| Importe                         | 1,3  | 3,9  | 5,3   |
| Außenbeitrag*                   | -0,2 | -0,2 | -0,3  |
| Lagerinvestitionen*             | -0,4 | -0,1 | 0,1   |
| <b>Inflationsrate in %</b>      | 1,3  | 2,1  | 2,3   |

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

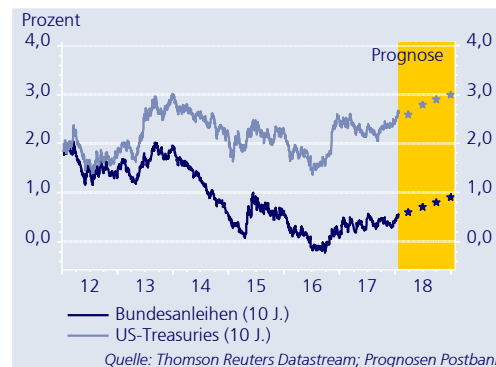
## Rentenmarkt: Renditen ziehen an

Die Renditen sind um die Jahreswende herum merklich gestiegen. 10-jährige Bundesanleihen erreichten Ende Januar in der Spitze mit 0,71% das höchste Rendite-niveau seit 2 Jahren. Auch in den USA kam es zu einer signifikanten Aufwärtsbewegung. US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren rentieren aktuell bei 2,71% und damit gut 35 Bp. höher als Mitte Dezember. Für den Renditeanstieg war ein Zusammenspiel mehrerer Faktoren verantwortlich. So äußerten sich einige EZB-Vertreter „hawkish“. Sie befürworteten ein baldiges Ende der Anleiheankäufe sowie eine wieder stärkere Fokussierung der Geldpolitik auf die Zinsen. Dies führte in Verbindung mit anhaltend starken Konjunkturdaten aus dem Euroraum zu einer Readjustierung der Leitzinserwartungen. Marktteilnehmer gehen nun mit einer höheren Wahrscheinlichkeit von einer Leitzinserhöhung der EZB bereits im ersten Halbjahr 2019 aus. Verstärkt wurden die Erwartungen einer Zinswende zudem durch die Veröffentlichung des neuen Emissionskalenders für Bundesanleihen. Danach ist eine verstärkte Begebung von Anleihen mit ultralangen Laufzeiten geplant, was in der Vergangenheit häufig eine Zinswende nach oben einleitete. Auch auf der anderen Seite des Atlantiks gab es Faktoren, die einen Renditeanstieg begünstigten. Kurz vor den Weihnachtsfeiertagen gelang es Donald Trump doch noch, eine umfangreiche Steuerreform auf den Weg zu bringen. Diese sieht erhebliche Entlastungen für Unternehmen vor und dürfte nicht nur zu einer massiven Rückführung von Gewinnen, sondern auch zu höheren Investitionen in den USA führen. Das bereits solide US-Wachstum könnte dadurch weiter angekurbelt werden, was die Wahrscheinlichkeit einer etwas strikteren Geldpolitik der US-Notenbank erhöht.

### EZB hält sich noch bedeckt

Die EZB-Ratssitzung Ende Januar brachte aus Marktsicht keine substanziell neuen Erkenntnisse über den künftigen Kurs der Notenbank. In der darauffolgenden

### Gute Konjunktur eröffnet Spielraum für höhere Zinsen/Renditen



Pressekonferenz war EZB-Präsident Draghi bemüht, jegliche Festlegung in Bezug auf Änderungen am Anleiheankaufprogramm oder an den Leitzinsen zu vermeiden. Bemerkenswert war auch das Festhalten Draghis an der Aussage, dass die Anleiheankäufe im Hinblick auf Dauer wie auch Umfang bei Bedarf noch einmal ausgeweitet werden könnten. Auch an der Erwartung der Notenbanker eines für längere Zeit unveränderten Leitzinsniveaus hat sich gegenüber den vorangegangenen Sitzungen nichts geändert. Für 2018 schloss Draghi eine Leitzinserhöhung praktisch aus. Über die jüngste Stärke des Euro zeigt sich die EZB nur mäßig besorgt. Sie verweist diesbezüglich auf ein gestiegenes Abwärtsrisiko für den Inflationserwartungsaussicht, sieht aber offensichtlich noch keinen Handlungsbedarf.

Das „offizielle“ Festhalten der EZB an der ultraexpansiven Ausrichtung ihrer Geldpolitik steht in auffälligem Kontrast zu jüngsten Äußerungen einiger ihrer Ratsmitglieder. Diese hatten sich für ein baldiges Ende der Anleiheankäufe ausgesprochen und eine stärkere Fokussierung auf konventionelle Instrumente der Geldpolitik befürwortet. Unseres Erachtens müsste die Notenbank spätestens auf ihrer Sitzung im Juni eine Entscheidung zum Fortgang des Anleiheankaufprogramms treffen, wenn sie das Risiko einer erhöhten Unsicherheit an den Märkten gering halten möchte. Sehr wahrscheinlich dürfte sie eine solche

Entscheidung auf einer ihrer beiden kommenden Sitzungen, also im März oder April, verbal vorbereiten. Wir halten eine schrittweise Reduzierung des Ankaufvolumens ab Oktober 2018 und eine vollständige Beendigung der Nettoankäufe Anfang 2019 nach wie vor für die wahrscheinlichste Variante. Bei einer anhaltend guten Konjunkturentwicklung und einem stabilen Aufwärtstrend bei der Inflation sehen wir aber auch die Möglichkeit einer nicht nochmaligen Verlängerung des Programms, so dass die Nettoankäufe bereits zum Oktober eingestellt werden könnten. Selbst in diesem Fall ist jedoch nicht mit einem sprunghaften Anstieg der Renditen oder einer massiven Ausweitung der Risikoprämien zu rechnen, da die EZB wegen hoher Reinvestitionen zum Erhalt ihres Anleihebestandes ein wichtiger Akteur an den Märkten bleiben wird.

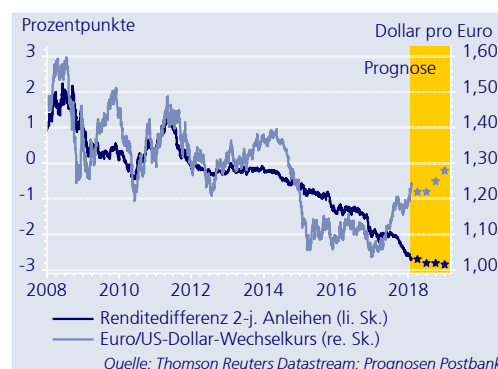
### Fed setzt Normalisierungskurs fort

Wenig Überraschendes gab es auch auf der letzten Sitzung der US-Notenbank Mitte Dezember. Wie erwartet entschieden die stimmberechtigten FOMC-Mitglieder, den Leitzins um 25 Bp. auf 1,25-1,50% anzuheben. Das begleitende Statement zeigt, dass die FOMC-Mitglieder zwar die Konjunktur- und Arbeitsmarktentwicklung nochmals etwas besser beurteilen. Gleichwohl erwarten sie für das kommende Jahr unverändert „nur“ drei weitere Zinsschritte, was wohl auf mangelnde Fortschritte bei der Erreichung des Inflationsziels zurückzuführen ist. Ende 2018 würde die Fed Funds Target Rate damit im Einklang mit unseren Erwartungen bei 2,00-2,25% liegen. Dabei sehen wir ein Risiko für eine etwas aggressivere Gangart der Fed in diesem Jahr. Denn mit der Verabschiedung einer umfassenden Steuerreform kurz vor Weihnachten haben sich die Aussichten für eine etwas stärkere Konjunkturdynamik in den USA noch einmal verbessert. Dementsprechend könnte auch der Inflationsdruck stärker als erwartet anziehen und eine schnellere Normalisierung des Zinsniveaus erforderlich machen. Auch die mit einer Dollarabwertung verbundenen Wachstums- und Inflationsimpulse dürften den Spielraum der Fed für weitere Leitzinserhöhungen tendenziell vergrößern.

### Schwächerer US-Dollar

Die vergangenen Wochen brachten nicht nur einen kräftigen Renditeanstieg mit sich, sondern auch eine deutliche Neubewertung des US-Dollars an den Devisenmärkten. Der Euro stieg zeitweise bis auf über 1,25 USD und erreichte damit den höchsten Stand seit immerhin gut 3 Jahren. Auch gegenüber anderen wichtigen Währungen wie japanischem Yen, britischem Pfund und Schweizer Franken musste der Greenback kräftig Federn lassen. Die US-Dollar-Schwäche ist auf den ersten Blick überraschend. Denn eigentlich sollte der Greenback von einem sich ausweitenden Zinsvorteil der USA gegenüber anderen Währungen profitieren. Mit Donald Trumps Steuerreform haben sich die Chancen auf höhere Renditen in den USA sogar noch vergrößert. Allerdings sind viele Assetklassen in den USA, vor allem Aktien, bereits sehr hoch bewertet. Da sich Investoren in den vergangenen Jahren mit Anlagen vor allem im Euroraum eher zurückgehalten haben, ist eine signifikante Umschichtung des Kapitals in Richtung Euro wahrscheinlich. Dies dürfte den EUR/USD trotz eines fundamentalen Umfelds, das eigentlich für einen stärkeren Greenback spricht, weiter nach oben treiben. Eine Entkoppelung des Wechselkurses von den Zinsrelationen war bereits in früheren Perioden zu beobachten, so bspw. kurz nach der Jahrtausendwende, als die USA ein deutlich höheres Zinsniveau aufwiesen als die EWU und der US-Dollar trotzdem stark an Wert verlor.

### Zinsrelation spielt beim EUR/USD aktuell keine Rolle mehr



Für die Wechselkursentwicklung spielen ohnehin Erwartungen über die künftigen Zinsrelationen eine wichtigere Rolle als die aktuellen Zinsniveaus. Und diesbezüglich spricht einiges für einen stärkeren Euro. Während die geldpolitische Trendwende in den USA bereits weit fortgeschritten ist und die Leitzinserhöhungen der US-Notenbank am Markt weitestgehend eingepreist sind, besteht auf Seiten der EZB noch ein erhebliches Potenzial für Überraschungen bzw. Unsicherheit. Nach unserer Einschätzung dürfte gegen Jahresende bzgl. des künftigen geldpolitischen Kurses im Euroraum deutlich mehr Klarheit bestehen. Auch der Zeitpunkt einer ersten Leitzinserhöhung sollte dann deutlich näher gerückt sein. In einem solchen Umfeld rechnen wir mit einem weiteren moderaten Anstieg des EUR/USD in Richtung 1,28 USD. Gegen eine deutlich stärkere Aufwertung des Euro sprechen die voraussichtlich sehr vorsichtige Gangart der EZB und der sich tendenziell noch ausweitende Zinsvorteil zugunsten des US-Dollars. Vor dem Hintergrund einer sehr guten Konjunktorentwicklung in den USA und eines deutlich höheren Zinsniveaus dürften die Renditechancen in den USA für viele Investoren immer noch interessant bleiben, so dass einem Kapitalabfluss in Richtung Euroraum auch Grenzen gesetzt sind.

*Dr. Marco Bargel*

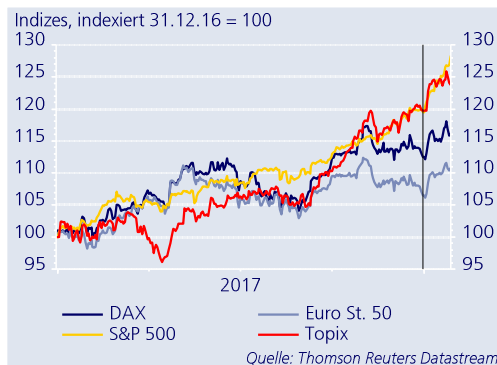
### Prognosen Postbank

|   | 29.01.    | in 3 M    | in 12 M   |
|---|-----------|-----------|-----------|
| <b>Leitzinsen in %</b>                    |           |           |           |
| Euroraum                                  | 0,00      | 0,00      | 0,00      |
| USA                                       | 1,25-1,50 | 1,50-1,75 | 2,00-2,25 |
| Japan                                     | -0,10     | -0,10     | -0,10     |
| UK  | 0,50      | 0,50      | 0,50      |
| <b>Renditen 10 Jahre in %</b>             |           |           |           |
| Bunds                                     | 0,69      | 0,60      | 0,90      |
| US-Treas.                                 | 2,69      | 2,60      | 3,00      |
| Jap. JGBs                                 | 0,09      | 0,00      | 0,00      |
| Brit. Gilts                               | 1,45      | 1,60      | 1,80      |
| <b>Spreads ggü. Bunds in Basispunkten</b> |           |           |           |
| 10j. Swap                                 | 38        | 40        | 35        |
| EWUNon-Fin.                               | 62        | 70        | 80        |

*Quelle: Bloomberg Finance LP,  
Thomson Reuters Datastream*

## Aktienmarkt: DAX und Euro Stoxx 50 mit Vorteilen

### Alle vier Indizes glänzen nach vier Wochen schon mit Kurszuwächsen



### Positive Konjunkturerwartungen waren ein wichtiger Kurstreiber 2017

2017 verzeichneten alle vier von uns analysierten Indizes einen Kursanstieg im Vergleich zu ihrem jeweiligen Schlussstand 2016. Während DAX (+12,5%), S&P 500 (+19,4%) sowie Topix (+19,7%) mit prozentual zweistelligen Zuwächsen glänzen konnten, erreichte der Euro Stoxx 50 lediglich ein Plus von 6,5%. Investoren reagierten hier zurückhaltend auf die höhere Bewertung des Leitindex der Eurozone gemessen am KGV im Vergleich zum DAX sowie die bessere Gewinnentwicklung der deutschen Blue Chips im Vergleich zu ihren Pendanten aus der übrigen Eurozone. Die höhere Bewertung resultiert aus Gewinnrückgängen des Euro Stoxx 50, die dieser sowohl in 2015 als auch in 2016 hinnehmen musste. Gleichzeitig verzeichnete der deutsche Leitindex solide Gewinnanstiege in diesen Jahren. Hieran wird zudem die deutlich bessere Gewinnentwicklung der deutschen Blue Chips sichtbar. Sie stellen inzwischen die Hälfte der Indexmitglieder des Euro Stoxx 50.

Treiber des Kursanstiegs in 2017 war die Erwartung vieler Investoren, dass sich die globale Konjunktur positiv entwickeln sollte. Dies wird beim Blick auf die Performance einzelner Branchen sichtbar. Die konjunktursensitiven Technologiewerte zählten in 2017 rund um den Globus zu den Top-Performern.

### Indizes mit starkem Jahresauftakt

Die Aktienrally ist für DAX und Euro Stoxx 50 mit dem Jahreswechsel 2017/18 ins siebte Jahr gegangen. Für den S&P 500 währt die Rally de facto schon neun Jahre. Seit dem Krisenjahr 2008 verzeichnete der US-Leitindex mit Ausnahme von 2015 jedes Jahr eine positive Performance und 2015 stufen wir als „Unfall“ ein, zumal der Rückgang seinerzeit lediglich 0,7% bzw. 14,96 Punkte betrug.

Der Start ins neue Jahr ist allen vier Indizes gut gelungen. Nach vier Handelswochen weisen sie Kurszuwächse von 3,1% (DAX) bis 6,7% (S&P 500) auf. Als Ursache für die schwächere Performance des deutschen Leitindex im Vergleich zu S&P 500 und Co. stufen wir die schwierige Regierungsbildung in Deutschland ein. Seit der Bundestagswahl sind nun schon mehr als vier Monate ins Land gegangen und eine neue Regierung ist immer noch nicht gefunden. So lange dauerte die Regierungsbildung im Nachkriegs-Deutschland bisher noch nie. Aber politische Börsen haben bekanntlich kurze Beine und daher sind wir zuversichtlich, dass der DAX in den kommenden Wochen zumindest seinen Rückstand zum Euro Stoxx 50 (aktuell +4,0%) wettmachen wird.

### Berichtssaison mit gutem Start

Die Berichtssaison der Unternehmen zu ihrem Geschäftserfolg im 4. Kalenderquartal ist an der Wall Street schon in vollem Gange. Gut ein Viertel der im S&P 500 gelisteten Firmen hat inzwischen schon seine Bilanzen vorgelegt. Wie gewohnt konnten die Firmen bei den Beat-Ratios überzeugen. Drei Viertel der Unternehmen haben die jeweilige Konsensprognose der Analysten für den Gewinn je Aktie übertroffen. Bei den Erlösen schafften dies 69%. Auch bei den harten Fakten glänzten die Firmen bisher. Jeweils mehr als 80% steigerten Gewinn je Aktie bzw. Umsatz im Vergleich zum Vorjahresquartal. Auf aggregierter Basis für den US-Leitindex

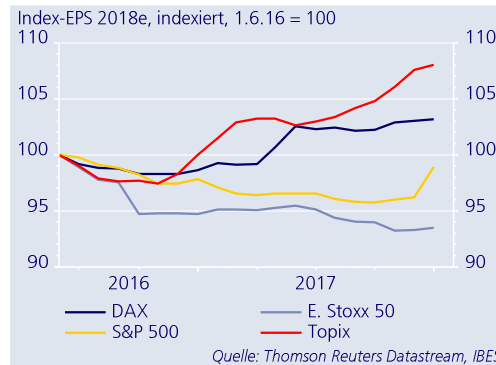
inklusive der Umsatz- und Gewinnprognosen für die Unternehmen, die ihre Bilanzen noch vorlegen werden, stehen aktuell Anstiege bei Gewinn je Aktie und Umsatz von zwölf bzw. acht Prozent zu Buche. Diese Zuwachsraten übertreffen die im 3. Kalenderquartal erreichten Werte deutlich. In Deutschland und Europa steckt die Berichtssaison dagegen noch in den Kinderschuhen. Am 30. Januar hat beispielsweise erst das erste DAX-Unternehmen seine Bilanz vorgelegt.

### Firmengewinne steigen auch 2018

Die nebenstehende Grafik zeigt die Entwicklung der erwarteten Indexgewinne 2018 im Zeitablauf. Der zu einem Stichtag erwartete Indexgewinn basiert auf den zu diesem Zeitpunkt dem Datendienst, bei uns IBES, vorliegenden Gewinnschätzungen der Einzelwertanalysten für die im jeweiligen Index enthaltenen Unternehmen. Diese werden zu einem Konsenswert aggregiert. Mit jeder Änderung einer Gewinnprognose durch einen Einzelwertanalysten verändert sich somit auch der erwartete Indexgewinn. Die aktuell vorliegenden Gewinnprognosen bei DAX und Topix liegen beispielsweise über ihren Niveaus zu Beginn der Datenreihe Mitte 2016. Bei Euro Stoxx 50 und S&P 500 unterschreiten sie diese. Hier wird erkennbar, dass die Rally des S&P 500 im letzten Jahr und auch in den ersten Wochen dieses Jahres nicht von steigenden Gewinnerwartungen für 2018 begleitet wurde. Die Rally erhöhte folglich ungebremst die KGV-Bewertung des US-Leitindex und im internationalen Vergleich ist dieser inzwischen hoch bewertet.

Am aktuellen Rand ist die Gewinnerwartung für den S&P 500 angesprungen. Dies ist auf die US-Steuerreform zurückzuführen. Einige Einzelwertanalysten haben die möglichen Auswirkungen der Reform schon in ihre Gewinnprognosen eingearbeitet. Binnen Monatsfrist hat sich hierdurch das erwartete Gewinnwachstum für das laufende Kalenderjahr im Vergleich zum Vorjahr für den US-Leitindex um vier Prozentpunkte auf 15,7% gesteigert. Das KGV auf Basis der 2018er Gewinne beträgt

### S&P 500: Positiver US-Steuereffekt wird am aktuellen Rand sichtbar



für den S&P 500 aber immer noch 19,2. Besonders im Vergleich zum DAX (13,6) bleibt dies ein hoher Wert, vor allem da wir erwarten, dass auch die Gewinnerwartungen für DAX, Euro Stoxx 50 und Topix aufgrund der US-Steuererleichterungen angehoben werden müssen. Denn von den Entlastungen profitieren alle in den USA steuerzahlenden Unternehmen und nicht nur die US-Firmen. Aktuell stehen bei DAX und Euro Stoxx 50 erwartete Gewinnzuwächse von jeweils rd. zehn Prozent für 2018 im Vergleich zum Vorjahr zu Buche.

Die prognostizierten Gewinnsteigerungen korrespondieren mit unserer Erwartung eines anhaltenden Konjunkturaufschwungs in der Alten und auch in der Neuen Welt. Dies eröffnet Potenzial für weitere Kurszuwächse. Auf Sicht von zwölf Monaten dürften alle vier von uns analysierten Indizes daher über ihren aktuellen Niveaus notieren. Aufgrund der attraktiveren Bewertung, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, erwarten wir eine moderate Outperformance von DAX und Euro Stoxx 50 im Vergleich zu S&P 500 und Topix.

Heinz-Gerd Sonnenschein

### Prognosen Postbank

|             | 29.01. | in 3 M      | in 12 M     |
|-------------|--------|-------------|-------------|
| DAX         | 13.324 | 13400-13600 | 13900-14100 |
| Euro St. 50 | 3.643  | 3550-3750   | 3750-3950   |
| S&P 500     | 2.854  | 2800-2900   | 2900-3000   |
| Topix       | 1.880  | 1850-1950   | 1900-2000   |

Quelle: Bloomberg Finance LP

## Marktprognosen Februar 2018

| Zinsen in %                                | 29.01.18        | in 3 Monaten        | in 6 Monaten        | in 9 Monaten        | in 12 Monaten        |
|--|-----------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| <b>Euroraum</b>                            |                 |                     |                     |                     |                      |
| Refisatz                                   | 0,00            | 0,00                | 0,00                | 0,00                | 0,00                 |
| 3-Monats-Euribor                           | -0,33           | -0,30               | -0,30               | -0,30               | -0,30                |
| 2-j. Bunds                                 | -0,53           | -0,55               | -0,50               | -0,40               | -0,35                |
| 10-j. Bunds                                | 0,69            | 0,60                | 0,70                | 0,80                | 0,90                 |
| <b>USA</b>                                 |                 |                     |                     |                     |                      |
| Fed Funds Rate                             | 1,25-1,50       | 1,50-1,75           | 1,75-2,00           | 1,75-2,00           | 2,00-2,25            |
| 3-Monats-Libor                             | 1,77            | 2,00                | 2,15                | 2,25                | 2,40                 |
| 2-j. Treasuries                            | 2,12            | 2,15                | 2,30                | 2,40                | 2,55                 |
| 10-j. Treasuries                           | 2,69            | 2,60                | 2,80                | 2,90                | 3,00                 |
| <b>EUR/USD-Spreads in Basispunkten</b>     |                 |                     |                     |                     |                      |
| 3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor             | -210            | -230                | -245                | -255                | -270                 |
| 10 J.: Bunds ./ Treasuries                 | -200            | -200                | -210                | -210                | -210                 |
| <b>Japan</b>                               |                 |                     |                     |                     |                      |
| Overnight Call Rate                        | -0,10           | -0,10               | -0,10               | -0,10               | -0,10                |
| 10-j. Staatsanleihen (JGB's)               | 0,09            | 0,00                | 0,00                | 0,00                | 0,00                 |
| <b>UK</b>                                  |                 |                     |                     |                     |                      |
| Base Rate                                  | 0,50            | 0,50                | 0,50                | 0,50                | 0,50                 |
| 10-j. Staatsanleihen (Gilts)               | 1,45            | 1,60                | 1,60                | 1,70                | 1,80                 |
| <b>Swap/Credit Spreads in Basispunkten</b> | <b>29.01.18</b> | <b>in 3 Monaten</b> | <b>in 6 Monaten</b> | <b>in 9 Monaten</b> | <b>in 12 Monaten</b> |
| 10-j. Swaps ./ Bunds                       | 38              | 40                  | 35                  | 35                  | 35                   |
| 5-j. Pfandbriefe ./ Swaps                  | -20             | -18                 | -15                 | -10                 | -10                  |
| EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds         | 62              | 70                  | 70                  | 75                  | 80                   |
| US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries     | 254             | 275                 | 300                 | 300                 | 320                  |
| <b>Wechselkurse</b>                        | <b>29.01.18</b> | <b>in 3 Monaten</b> | <b>in 6 Monaten</b> | <b>in 9 Monaten</b> | <b>in 12 Monaten</b> |
| US-Dollar (EUR/USD)                        | 1,2372          | 1,22                | 1,22                | 1,25                | 1,28                 |
| Japanischer Yen (EUR/JPY)                  | 134,96          | 136                 | 140                 | 145                 | 154                  |
| Britisches Pfund (EUR/GBP)                 | 0,8793          | 0,90                | 0,90                | 0,91                | 0,93                 |
| Schweizer Franken (EUR/CHF)                | 1,1594          | 1,17                | 1,20                | 1,23                | 1,25                 |
| Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)            | 7,8418          | 8,05                | 8,20                | 8,35                | 8,60                 |
| <b>Commodities</b>                         | <b>29.01.18</b> | <b>in 3 Monaten</b> | <b>in 6 Monaten</b> | <b>in 9 Monaten</b> | <b>in 12 Monaten</b> |
| Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)               | 69,20           | 65                  | 65                  | 65                  | 65                   |
| Gold Spot (\$/Feinunze)                    | 1.340           | 1.300               | 1.300               | 1.275               | 1.275                |
| <b>Aktien</b>                              | <b>29.01.18</b> | <b>KGV</b>          |                     | <b>Kursziel</b>     |                      |
|  |                 | <b>2018e</b>        | <b>2019e</b>        | <b>in 3 Monaten</b> | <b>in 12 Monaten</b> |
| DAX  | 13.324          | 13,6                | 12,6                | 13400-13600         | 13900-14100          |
| Euro Stoxx 50                              | 3.643           | 14,3                | 13,1                | 3550-3750           | 3750-3950            |
| Standard & Poor's 500 *                    | 2.854           | 19,1                | 17,3                | 2800-2900           | 2900-3000            |
| Topix                                      | 1.880           | 15,1                | 13,9                | 1850-1950           | 1900-2000            |

\* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

## Konjunkturprognosen Februar 2018

|             | BIP, real          |     |     |      |       |     |     |     | BIP, real     |      |       | Inflationsrate |      |       |
|-------------|--------------------|-----|-----|------|-------|-----|-----|-----|---------------|------|-------|----------------|------|-------|
|             | in % ggü. Vq., sb. |     |     |      |       |     |     |     | in % ggü. Vj. |      |       | in %           |      |       |
|             | 2017               |     |     |      | 2018e |     |     |     | 2016          | 2017 | 2018e | 2016           | 2017 | 2018e |
|             | Q1                 | Q2  | Q3  | Q4   | Q1    | Q2  | Q3  | Q4  |               |      |       |                |      |       |
| Deutschland | 0,9                | 0,6 | 0,8 | 0,5e | 0,6   | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 1,9           | 2,2  | 2,3   | 0,5            | 1,8  | 1,9   |
| Euroraum    | 0,6                | 0,7 | 0,7 | 0,6e | 0,6   | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 1,8           | 2,3e | 2,2   | 0,2            | 1,5  | 1,7   |
| USA         | 0,3                | 0,8 | 0,8 | 0,6  | 0,4   | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 1,5           | 2,3  | 2,4   | 1,3            | 2,1  | 2,3   |
| Japan       | 0,4                | 0,7 | 0,6 | 0,2e | 0,3   | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 1,0           | 1,8e | 1,2   | -0,1           | 0,5  | 0,4   |