

## Oktober 2017

---

- **Editorial: Chancen und Risiken einer Jamaika-Koalition**
  
- **EWU-Konjunktur: Keine Abschwächung des Aufschwungs in Sicht**  
Konjunkturaufschwung im 1. Halbjahr steht auf einer breiten Basis  
Stimmungsdaten dürften aktuelle Konjunkturdynamik überzeichnen  
Inflationsdynamik im Euroraum zieht etwas an
  
- **US-Konjunktur: Hurrikan „Harvey“ bremst Industrie und befeuert Inflation**  
Industrie leidet im 3. Quartal unter Verwüstungen  
Hurrikans sollten konjunkturelle Dynamik allenfalls temporär bremsen  
Deutlicher Inflationsanstieg im August dürfte nur temporärer Natur sein
  
- **Rentenmarkt: Geldpolitische Wende erfordert weiterhin viel Geduld**  
Verschiebt Euro-Aufwertung die geldpolitische Wende im Euroraum?  
Fed leitet Bilanzverkürzung ein – wann folgt der nächste Zinsschritt?  
QE-Entscheidungen am Kapitalmarkt eingepreist – Warten auf Zinsschritte
  
- **Aktienmarkt: Outperformance von DAX und Euro Stoxx 50 erwartet**  
Aktien steigen trotz erhöhter globaler Unsicherheit  
Die Zahl der geopolitischen Krisenherde nimmt zu, aber ...  
... langfristig besteht moderates Kurspotenzial

## 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: 27. September 2017

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.

## Chancen und Risiken einer Jamaika-Koalition

*Sehr geehrte Damen und Herren,*

dass die SPD bei der Bundestagswahl am 24. September das schlechteste und die CDU/CSU das zweitschlechteste Ergebnis in der deutschen Nachkriegsgeschichte eingefahren haben, dürfte den ein oder anderen schockiert haben. Gemessen an den vorangegangenen Wahlumfragen konnte das Ergebnis der Bundestagswahl aber nicht wirklich überraschen. Herbe Verluste für die beiden „großen“ Regierungsparteien hatten sich bereits klar abgezeichnet. Auch die deutlichen Zuwächse bei AfD und FDP waren von den Demoskopern einigermaßen zuverlässig vorhergesagt worden. Die Wahl hat dementsprechend wieder einmal bestätigt, dass in Zeiten einer großen Koalition in erster Linie kleinere Parteien und vor allem solche mit extremen politischen Ansichten an Unterstützung gewinnen.

Nach der Absage der SPD an eine Neuaufgabe der großen Koalition mit CDU/CSU stehen die Zeichen auf Jamaika. Auf den ersten Blick erscheint die Regierungsbildung nicht einfach, da alle vier an diesem Bündnis beteiligten Parteien mit teilweise sehr unterschiedlichen Versprechen und Programmen in den Wahlkampf gezogen sind. Die Erfahrung vergangener Wahlen zeigt aber, dass vermeintlich „rote Linien“ in Koalitionsverhandlungen dann doch staatspolitischer Raison weichen, um überhaupt eine mehrheitsfähige Regierung bilden zu können. Neuwahlen, die auf ein Scheitern einer Koalitionsbildung folgen können, sind für alle Parteien mit erheblichen Risiken verbunden und führen häufig nicht zu einer verbesserten Ausgangssituation für eine Regierungsbildung.

Für den Wirtschaftsstandort Deutschland könnte eine Jamaika-Koalition nicht die schlechteste Option sein. Vor allem die kleinen Koalitionspartner dürften in den Verhandlungen auf die Umsetzung ihrer zentralen Wahlversprechen drängen. Damit steigt auch die Chance auf substanzielle Veränderungen in der Wirtschafts- und Steuerpolitik, die bei einer Fortsetzung

der großen Koalition eher nicht zu erwarten wären. So ist nicht unwahrscheinlich, dass sich die FDP in einem Jamaika-Bündnis mit ihren weitreichenden Plänen zur Reduzierung der Einkommensteuerbelastung durchsetzen würde. Für die deutsche Volkswirtschaft könnten auf diesem Wege signifikante Wachstumseffekte generiert werden. Auf der anderen Seite dürften die Grünen auf eine Umsetzung ihrer energie- und umweltpolitischen Vorstellungen drängen. Ein absehbares Ende der Braunkohleverstromung und der Brennstofftechnik bei Fahrzeugantrieben könnte den Energie- und Automobilsektor zwar temporär belasten. Sofern hierbei ausreichend lange Übergangszeiten vereinbart werden und der Strukturwandel - wo nötig - staatlich unterstützt wird, kann am Ende hieraus aber sogar ein Vorteil für den Standort Deutschland entstehen. Ein allzu langes Festhalten an überholten Strukturen ist auf jeden Fall häufig eher eine Wachstumsbremse und vermag den ohnehin notwendigen Wandel nicht aufzuhalten.

Parteiübergreifende Einigkeit besteht in der Notwendigkeit staatlichen Handelns in der Wohnungspolitik. Trotz eines deutlichen Anstiegs in den vergangenen Jahren können die Neubauzahlen den Bedarf bei weitem noch nicht decken, so dass Kaufpreise und Mieten den Einkommen davonlaufen. Um soziale Härten und eine Verdrängung immer weiterer Einkommenschichten aus dem Markt zu verhindern, ist eine finanzielle Entlastung von Käufern und Mietern unabdingbar. Als Ergebnis eines Koalitionsvertrages könnte hier eine Mischung aus steuerlichen Entlastungen z.B. bei der Grunderwerbsteuer, Zuschüssen in Form eines Baukindergeldes und einer Förderung des sozialen Wohnungsbaus stehen.

Gute Chancen eröffnen sich durch Jamaika auch beim Zukunftsthema Digitalisierung. Alle potenziellen Koalitionspartner sehen hier die Notwendigkeit weiterer staatlicher



**Dr. Marco Bargel,**  
Chefvolkswirt Postbank

Investitionen und Änderungen im regulatorischen Umfeld, um die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland langfristig zu sichern. Die Pläne von FDP und Grünen sind diesbezüglich ambitionierter als die der großen Parteien und könnten bei Umsetzung Deutschland in internationalen Digitalisierungsrankings innerhalb weniger Jahre von einer eher durchschnittlichen Platzierung auf einen der vorderen Plätze katapultieren.

Als relativ schwierig könnten sich die Koalitionsverhandlungen beim Thema Europa erweisen. Hier liegen die Ansichten der potenziellen Regierungspartner weit auseinander. Während die Grünen mehr Solidarität der EU-Staaten untereinander fordern und einer Vergemeinschaftung von Schulden offen gegenüber stehen, beharren CDU/CSU - noch mehr aber die FDP - auf einer strikten Einhaltung der Stabilitätsregeln und der Nichtbeistandsklausel (No-bail-out) im EU-Vertrag. Aktuell ist schwer vorstellbar, wie eine Weiterentwicklung der EU bzw. Eurozone unter einer Jamaika-Koalition auch mit Blick auf die weitreichenden Vorschläge des französischen Präsidenten zur weiteren Integration der Union aussehen könnte. Wahrscheinlich ist, dass man sich auf den kleinsten gemeinsamen Nenner, einen EU-Finanzminister und einen Europäischen Währungsfonds mit eng begrenztem Mandat und kleinem Budget, einigen wird. Eine vertiefte Integration der EU ist mit den Plänen der FDP, die eine Stärkung des Subsidiaritätsprinzips vorsieht, auf jeden Fall nur schwer vereinbar. Auch beim Thema Zuwanderung stehen den Parteien schwierige Verhandlungen bevor. FDP und Grüne favorisieren ein Einwanderungsgesetz und lehnen eine Obergrenze für Flüchtlinge ab. Die Tatsache, dass die CSU bei der Migration auch im Verhältnis zur Schwesterpartei CDU eine „harte“ Linie fährt und nächstes Jahr in Bayern Landtagswahlen anstehen, dürfte einer Einigung in diesem Bereich nicht gerade förderlich sein.

Neben einer Jamaika-Koalition ist auch eine CDU-geführte Minderheitsregierung eine mögliche Option. Diese müsste sich dann fallweise Mehrheiten im Bundestag suchen. Große Reformen sind von einer

solchen Regierung in der Regel nicht zu erwarten. Das größte Risiko dürfte daher darin bestehen, dass dringend notwendige Reformen verschoben werden und Deutschland - wie bereits in der vergangenen Legislaturperiode - seine Wettbewerbsvorteile sukzessive verspielt. Ähnlich ungünstige Voraussetzungen wären wohl auch bei einer Neuauflage der großen Koalition gegeben. Sollte sich die SPD, falls die Bildung einer Jamaika-Koalition scheitert, doch zu einer Regierungsbeteiligung entschließen, dürfte der Koalitionsvertrag in noch stärkerem Maße als bei der Bundestagswahl 2013 die Handschrift der Sozialdemokraten tragen. Um Profil zu zeigen und ihr Wahlversprechen für mehr Gerechtigkeit umzusetzen, würde die SPD wahrscheinlich auf weitreichende Umverteilungsmaßnahmen und ein weiteres Zurückdrehen der Agenda 2010 drängen. Langfristig könnten in diesem Fall negative Konsequenzen für Wachstum und Beschäftigung in Deutschland drohen, ohne dass es zu erkennbaren Fortschritten bei wichtigen Zukunftsthemen kommt.

Die Märkte haben auf den Wahlausgang kaum reagiert. In den kommenden Wochen und Monaten dürften Anleger aber sehr genau beobachten, in welchen Bereichen sich eine Einigung zwischen potenziellen Koalitionspartnern abzeichnet. Bei einer Jamaika-Koalition dürfte der positive Impuls für die Aktienmärkte wohl dann am größten sein, wenn sich die FDP mit ihren steuerpolitischen Plänen durchsetzt. Anleihen der EWU-Peripheriestaaten könnten dafür unter Druck kommen, da eine Umverteilung innerhalb der EU oder eine Vergemeinschaftung von Schulden mit einer Regierungsbeteiligung der FDP schwieriger umzusetzen sein wird. Der Euro dürfte von stärkeren Wachstumsimpulsen unter einem Jamaika-Bündnis tendenziell profitieren, auch wenn der Zusammenhalt der EWU-Staaten und damit letztendlich auch die Stabilität der Gemeinschaftswährung bei mangelnden Reformen auf EU-Ebene langfristig gefährdet bleiben.

Ihr



## EWU-Konjunktur: Keine Abschwächung des Aufschwungs in Sicht

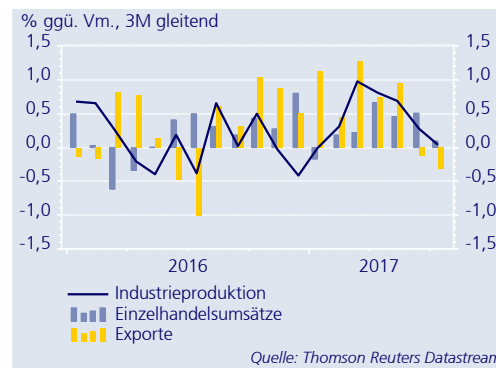
### Konjunkturaufschwung im 1. Halbjahr steht auf einer breiten Basis

Die seit unserer letzten Ausgabe der „Perspektiven“ veröffentlichten Detaildaten für das BIP-Wachstum in Deutschland und der Eurozone im 2. Quartal untermauern das breit angelegte Wachstumsbild für das 1. Halbjahr 2017. In beiden Fällen erhöhte sich das BIP zuletzt um 0,6% gegenüber dem Vorquartal. Hierzulande wusste dabei – gestützt von einer starken Entwicklung beim privatem Verbrauch sowie einer soliden Investitionsdynamik – insbesondere die Binnennachfrage zu überzeugen. Der Außenhandel, der, wie die jüngsten Datenrevisionen zeigen, dass Wachstum zum Jahresauftakt noch mit hohen 0,6 Prozentpunkten gestützt hatte, lieferte jedoch im 2. Quartal einen negativen Impuls. Auf EWU-Ebene stand das Wachstum sogar auf einer noch breiteren Basis. Zusätzlich zu einer soliden Entwicklung der Binnennachfrage steuerte der Außenhandel hier bereits das zweite Quartal in Folge einen positiven Wachstumsbeitrag bei.

### Stimmungsdaten dürften aktuelle Konjunkturdynamik überzeichnen

Fraglich ist, ob das solide Wachstumstempo in Deutschland und der Eurozone auch im laufenden Quartal gehalten werden konnte. Zumindest die ersten vorliegenden harten Konjunkturdaten sprechen nicht unbedingt dafür. So hat der Industrieausstoß in Deutschland nach einer schwachen Entwicklung im Juni zum Quartalsauftakt gegenüber dem Vormonat lediglich stagniert. Dabei wurde die grundlegende Entwicklung aber durch den Energieausstoß (4,7%) etwas unterzeichnet, während im Verarbeitenden Gewerbe ein Plus von 0,3% zu Buche stand. Den statistischen Unterhang, mit dem die Industrieproduktion ins laufende Quartal gestartet war, konnte sie damit bislang nicht aufholen, was Stand heute gegen einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum spricht. Auch

### Deutsche Konjunkturdaten können im Juli nicht überzeugen

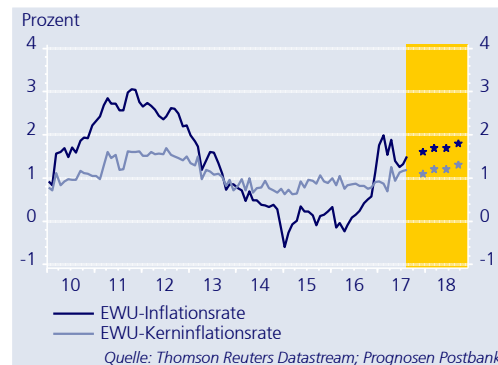


nachfrageseitig sind im bisherigen Quartalsverlauf noch keine maßgeblichen, positiven Konjunkturimpulse auszumachen. Die Einzelhandelsumsätze liegen aktuell aufgrund einer schwachen Entwicklung im Juli um 0,3%, die Exporte wegen eines statistischen Unterhangs aus dem Juni sogar um 1,1% unter ihrem jeweiligen durchschnittlichen Niveau des Vorquartals. Auch für den Euroraum insgesamt kann der Quartalsauftakt nur bedingt als gelungen bewertet werden.

Gleichwohl gibt diese Entwicklung aus unserer Sicht keinen Anlass zur Sorge. Zum einen liegen bislang nur für einen von drei Monaten des Quartals harte Konjunkturdaten vor. Zum anderen lässt eine Vielzahl aktueller Sentimentindikatoren bislang keine Anzeichen einer wesentlichen konjunkturellen Abkühlung erkennen. So ist der EWU-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe im September vorläufigen Angaben zufolge von 57,4 auf hohe 58,2 Punkte gestiegen. In Deutschland kletterte der Index sogar über die Marke von 60 Zählern (+1,3 auf 60,6 Punkte). Die korrespondierenden Indizes für den Dienstleistungssektor für Deutschland (+2,1) und die EWU (+0,9) legten auf jeweils 55,6 Punkte zu. Das durch die PMIs signalisierte, positive Stimmungsbild wird für Deutschland zusätzlich durch den ifo-Geschäftsklimaindex untermauert. Dieser ist zwar im

September von 115,9 auf 115,2 Punkte gesunken, bewegt sich damit aber weiterhin in der Nähe seines Rekordhochs. Dabei fällt die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage weiterhin hervorragend aus, während sich in der Erwartungskomponente zuletzt Sorgen der Unternehmen ob der jüngst erfolgten Euro-Aufwertung zeigen. Entscheidend ist aber, dass der ifo-Geschäftsklimaindex im Durchschnitt der Monate Juli/August immer noch klar über seinem mittleren Niveau des Vorquartals liegt. Gemeinsam mit verschiedenen Indikatoren für die Verbraucherstimmung in Deutschland und der Eurozone würden diese Sentimentdaten für sich genommen – im Gegensatz zu den harten Konjunkturdaten – sogar eher ein Aufwärtsrisiko für unsere BIP-Prognosen signalisieren. Wir gehen aber davon aus, dass das Stimmungsbild die tatsächliche konjunkturelle Dynamik etwas überzeichnet. Mit unseren Quartalsprognosen für das BIP-Wachstum von 0,5% für Deutschland und die EWU fühlen wir uns daher weiterhin ebenso wohl wie mit unseren Jahresprognosen von 1,8% sowie 2,1%. Deutliche Revisionen der BIP-Daten für den bisherigen Jahresverlauf haben zusätzlich dazu geführt, dass das Wachstum hierzulande auf einer breiteren Basis steht als bislang angenommen. Dies gilt insbesondere für die – nicht zuletzt für die zukünftige konjunkturelle Dynamik entscheidenden – Bruttoanlageinvestitionen, für die wir nunmehr 2017 ein Plus von 3,4% zum Vorjahr erwarten.

### EWU-Inflation – zunächst gepflegte Langeweile



### Inflationsdynamik im Euroraum zieht etwas an

Die Inflationsrate im Euroraum ist im August von 1,3% auf 1,5% gestiegen. Für den wieder kräftigeren Aufwärtsimpuls zeichnete dank des jüngsten Ölpreisanstiegs der Preis für die Energiekomponente verantwortlich, der um 4,0% über seinem Niveau im August 2016 lag, nach +2,2% im Juli. Hingegen verharrte die Kerninflationsrate bei 1,2%, da die Teuerung weder bei Industriegütern noch bei Dienstleistungen anzog. Trotz zuletzt zwei Anstiegen der Inflationsrate in Folge bleibt die grundlegende Preisdynamik im Euroraum damit verhalten. Im Jahresdurchschnitt 2017 dürfte die Inflationsrate 1,5% betragen und im kommenden Jahr moderat auf 1,6% anziehen.

### Prognosen Postbank

Dr. Lucas Kramer

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

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



## US-Konjunktur: Hurrikan „Harvey“ bremst Industrie und befeuert Inflation

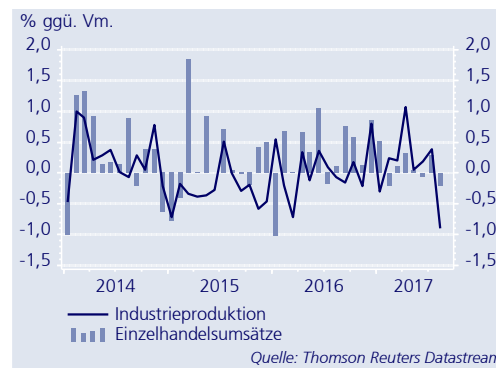
### Industrie leidet im 3. Quartal unter Verwüstungen

Auch ohne zusätzliche fiskalische Impulse seitens der neuen Regierung hält die US-Konjunktur Kurs. So ist das BIP im 2. Quartal deutlicher als bislang ausgewiesen um 0,8% gegenüber dem Vorquartal gewachsen und hat damit den misslungenen Jahresauftakt (+0,3%) wettgemacht.

Zuletzt haben sich aber die Risiken erhöht, dass die Konjunktur im laufenden Quartal einen spürbaren Dämpfer erhalten könnte. Das Abwärtsrisiko ist dabei jedoch nicht auf eine grundlegende Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik zurückzuführen, sondern vielmehr auf die Verwüstungen durch Hurrikan „Harvey“ im August sowie durch „Irma“ im September. So hat „Harvey“ bereits erste Bremsspuren in der US-Industrie hinterlassen. Deren Ausstoß ist im August um 0,9% gegenüber dem Vormonat gesunken. Dies war immerhin der erste monatliche Rückgang seit Januar dieses Jahres. Besonders betroffen war dabei angesichts zahlreicher Stromausfälle die Energieproduktion, die um 5,5% schrumpfte. Aber auch im Verarbeitenden Gewerbe (-0,3%) und im Bergbau (-0,8%), zu dem auch die Ölförderung zählt, ging der Output zurück. Trotz Aufwärtsrevision des Juli-Ergebnisses ist damit im August aus einem deutlichen ein nur noch knapper Vorsprung der Industrieproduktion im Quartalsvergleich geworden. Stand jetzt spräche dies zwar immer noch für einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum. Das Risiko besteht aber, dass die Hurrikans im September ebenfalls eine Verzerrung der Daten nach unten zur Folge haben und der Vorsprung – trotz des grundsätzlich positiven Stimmungsbilds in der US-Industrie – vollständig abschmilzt.

Ein weniger klares Bild ergibt sich im bisherigen Quartalsverlauf bei den US-Einzelhandelsumsätzen, die im August ebenfalls nachgegeben haben und um 0,2% gegenüber dem Vormonat gesunken sind. Ein

### US-Industrieproduktion mit deutlichem Rücksetzer im August



Faktor waren hierbei die Autoumsätze, die angesichts des hohen Grads der Marktsättigung ihre schwache Entwicklung der letzten Monate fortsetzten und um 1,6% zurückgingen. Aber auch ohne deren Berücksichtigung ergab sich im Vormonatsvergleich lediglich ein moderates Plus in Höhe von 0,2%, was nicht zuletzt auf die Hurrikan-Auswirkungen zurückzuführen sein dürfte. So legten angesichts der Evakuierungsmaßnahmen zwar die Umsätze an Tankstellen zu, während aber zugleich bei weniger essenziellen Gütern, wie beispielsweise Elektronikartikeln oder Bekleidung, Rücksetzer zu verzeichnen waren. Gleichwohl liegen die Einzelhandelsumsätze damit im Quartalsvergleich – unabhängig von der konkreten Abgrenzung – immer noch vorne. Auch hier besteht aber das Risiko einer weiteren Abwärtskorrektur durch die Hurrikan-Auswirkungen im September.

### Hurrikans sollten konjunkturelle Dynamik allenfalls temporär bremsen

Die Entwicklung der harten Konjunkturdaten im bisherigen Quartalsverlauf signalisiert damit gewisse Abwärtsrisiken für unsere BIP-Wachstumsprognose für das 3. Quartal in Höhe von 0,7%. Selbst für den Fall, dass die Hurrikan-bedingten Zerstörungen die wirtschaftliche Aktivität im laufenden Quartal doch stärker als erwartet belasten sollten, bleibt unser Ausblick für

die US-Konjunktur grundsätzlich positiv. Hierfür spricht zum einen, dass der Wiederaufbau der zerstörten Gebiete ein vergrößertes Wachstumspotenzial für die kommenden Monate verspricht. So könnten US-Industrie und -Einzelhandel beispielsweise nicht nur ihre im bisherigen Jahresverlauf etablierten Aufwärtstrends wieder aufnehmen, sondern diese womöglich sogar noch etwas beschleunigen. Gerade die Autobranche könnte erheblich von notwendig gewordenen Neuanschaffungen profitieren. Hinzu kommt, dass Unternehmen und Verbraucher – trotz der mittlerweile gesunkenen Wahrscheinlichkeit für signifikante fiskalische Impulse seitens der US-Regierung – weiterhin positiv in die Zukunft blicken. Vor diesem Hintergrund halten wir an unseren bisherigen Prognosen fest, dass das Wirtschaftswachstum in den USA in diesem Jahr bei 2,2% liegen und sich 2018 moderat auf 2,4% beschleunigen dürfte.

### Deutlicher Inflationsanstieg im August dürfte nur temporärer Natur sein

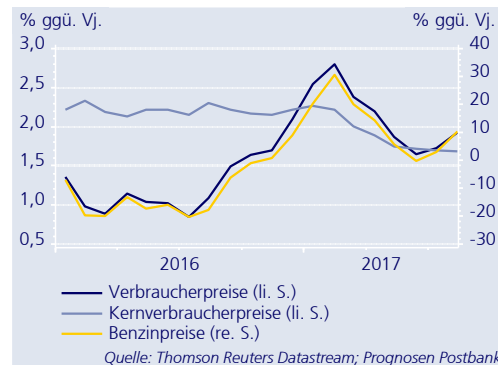
Die US-Verbraucherpreise sind im August stärker als im Vorfeld erwartet um 0,4% zum Vormonat gestiegen. Die Inflationsrate kletterte von 1,7% auf 1,9%. Auslöser dieses Anstiegs war der Preis für die Energiekomponente, der um 6,4% über seinem Niveau im entsprechenden Vorjahresmonat lag. Hurrikan „Harvey“ dürfte hier zumindest einen gewissen Einfluss gehabt

### Prognosen Postbank

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

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

### Benzinpreise treiben Inflation nach oben



haben. So verteuerte sich im Zuge der Evakuierungsmaßnahmen verstärkt nachgefragtes Benzin um 10,4%. Ein vergleichbarer Effekt zeigte sich auch bei den Preisen für Transportdienstleistungen, die gegenüber August 2016 um 2,7% anzogen. Da zugleich aber in zahlreichen anderen Gütergruppen der Preisdruck nachließ, war Letzteres nicht ausreichend, die Kerninflationsrate auf ein höheres Niveau zu hieven. Diese verharrte bei 1,7%.

Die Dynamik der US-Verbraucherpreise war in den letzten Monaten konstant hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Hieran ändert auch der, durch temporäre Effekte bedingte, kräftige Anstieg im August nichts. Obwohl wir davon ausgehen, dass die Verbraucherpreise in den nächsten Monaten wieder auf einen stabilen, wenn auch verhaltenen Aufwärtstrend einschwenken werden, dürfte die Inflationsrate bis zum Ende des Jahres noch einmal leicht unter ihr aktuelles Niveau sinken. Im Jahresdurchschnitt 2017 sollte die Teuerungsrate bei 2,0% liegen. Für den Fall, dass, wie von uns erwartet, ein signifikanter Preisdruck seitens der Energiepreise ausbleibt, rechnen wir für das Jahr 2018 lediglich mit einem leichten Anstieg der Inflationsrate auf 2,1%.

Dr. Lucas Kramer



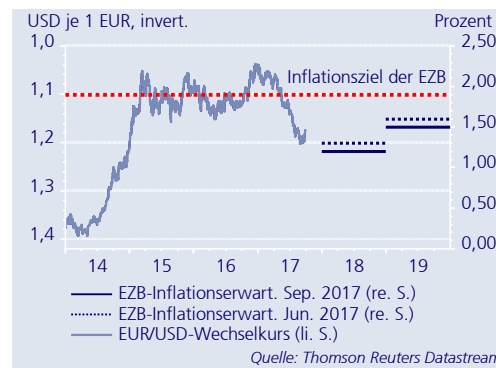
## Rentenmarkt: Geldpolitische Wende erfordert weiterhin viel Geduld

### Verschiebt Euro-Aufwertung die geldpolitische Wende im Euroraum?

Viele Marktbeobachter hatten nach der Sommerpause erwartet, dass EZB-Präsident Mario Draghi, wie auch seine US-amerikanische Amtskollegin Janet Yellen, die internationale Notenbankkonferenz in Jackson Hole Ende August zum Anlass nehmen würde, die Märkte auf den zukünftigen geldpolitischen Kurs einzustimmen. Beide ließen diese Gelegenheit jedoch weitestgehend ungenutzt verstreichen, so dass sich fortan alle Augen auf die geldpolitischen Sitzungen von EZB und Fed im September richteten. Die EZB-Ratssitzung am 7. September nebst anschließender Pressekonferenz konnte aber ebenfalls nur wenig Licht ins Dunkel bringen. So hat der EZB-Rat wie erwartet beschlossen, zunächst seinen geldpolitischen Kurs unverändert beizubehalten. Dies betrifft sowohl die Leitzinsen für die Eurozone, als auch das monatliche Volumen und die Zusammensetzung des aktuell noch bis Ende dieses Jahres laufenden Anleiheankaufprogramms. Wenig überraschend war auch, dass Mario Draghi sich erneut konstruktiv zur konjunkturellen Dynamik in der Eurozone äußerte. Im Einklang hiermit wurde die quartalsweise erstellte EZB-Projektion für das BIP-Wachstum kräftig von 1,9% auf 2,2% im Jahr 2017 angehoben. Der Ausblick für 2018 und 2019 blieb mit 1,8% beziehungsweise 1,7% unverändert.

Besorgt zeigten sich die Währungshüter hingegen erneut bezüglich der verhaltenen Inflationsdynamik. Die Inflationsrate lag zwar nach ihrem deutlichen Rücksetzer im Frühsommer zum Zeitpunkt der September-Ratssitzung wieder bei 1,5%, blieb damit aber gleichwohl deutlich hinter den Erwartungen zu Jahresbeginn zurück. Gleiches galt mit 1,2% auch für die Kerninflationsrate, trotz ihres mühsamen Aufstiegs im bisherigen Jahresverlauf. Mario Draghi führte auf der Pressekonferenz aus, dass der EZB-Rat die jüngst erfolgte Euro-Aufwertung als maßgebliches Problem für die

### Euro-Aufwertung: EZB senkt Inflationsprognosen



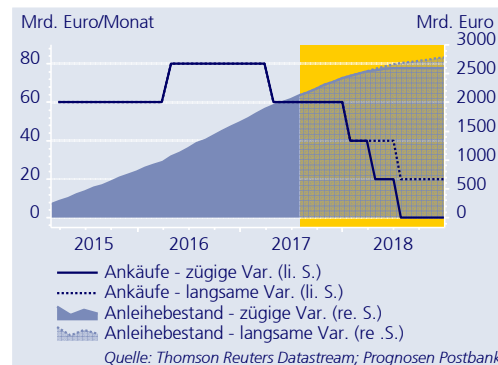
Inflationsdynamik ansehe, da ein stärkerer Euro Importe in den gemeinsamen Währungsraum verbilligt und demzufolge für einen geringeren Preisauftrieb sorgt. Die EZB nahm daher die Euro-Aufwertung der vergangenen Wochen zum Anlass, ihre Inflationsprojektionen für 2018 und 2019 um jeweils 0,1 Prozentpunkte auf 1,2% beziehungsweise 1,5% abzusenken. Die Kerninflationsrate erwartet die EZB bei 1,3% im kommenden Jahr beziehungsweise bei 1,5% in 2019. Das Ziel einer Inflationsrate von unter, aber nahe bei 2% in mittlerer Frist wird damit aus Sicht der Notenbank auch in den nächsten beiden Jahren weiterhin klar verfehlt. Davon ausgehend stellt sich die Frage, wie ernst es die EZB mit einem allmählichen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik im Euroraum tatsächlich meint.

Mit der jüngsten Kommunikation hält sich die EZB aus unserer Sicht weiterhin alle Möglichkeiten für den zukünftigen Pfad ihrer Geldpolitik offen. Der Hinweis Mario Draghis auf der Pressekonferenz im September, dass der EZB-Rat voraussichtlich auf seiner Oktober-Sitzung über den Fortgang des aktuell noch bis Dezember dieses Jahres laufenden Anleiheprogramms entscheiden werde, ändert hieran wenig, wurden doch keinerlei diesbezügliche Details kommuniziert. Unser Basisszenario – Verlängerung des Anleiheankaufprogramms

bei gleichzeitiger Reduzierung des monatlichen Ankaufsvolumens ab Januar 2018 – hat aber gleichwohl weiterhin Bestand. Wie bisher halten wir dabei zwei grundlegende Anpassungsprozesse für denkbar. In einer zügigen Variante könnte die EZB das monatliche Ankaufsvolumen ab Januar auf 40 Mrd. und ab April 2018 auf 20 Mrd. Euro reduzieren und das QE-Programm bereits Mitte kommenden Jahres auslaufen lassen. Wesentliches Risiko für diese Variante dürfte die Sorge der EZB hinsichtlich des starken Euro sein. Dies könnte dazu führen, dass stattdessen in einer langsamen Variante die Anleihekäufe für den Zeitraum Januar bis Juni 2018 auf 40 Mrd. Euro und dann für weitere sechs Monate auf 20 Mrd. Euro reduziert werden. In diesem Fall würde der Neuerwerb von Wertpapieren frühestens Ende kommenden Jahres eingestellt. Sollte die EZB hingegen die Euro-Aufwertung noch stärker berücksichtigen als erwartet und/oder zusätzliche Entwicklungen sie zu einer noch vorsichtigeren Vorgehensweise veranlassen, wäre auch eine Fortführung des Programms auf dem aktuellen Niveau nicht ausgeschlossen. Aus heutiger Sicht halten wir dies aber für unwahrscheinlich, zumal für eine etwas schnellere Vorgehensweise aus unserer Sicht gleich mehrere Punkte sprechen. Zum einen entwickelt sich die Konjunktur in der Eurozone – wie auch von der EZB deutlich gemacht – besser, als dies noch zu Beginn des Jahres abzusehen war. Des Weiteren hat sich die Kerninflationsrate im bisherigen Jahresverlauf stabil oberhalb der Marke von 1% etabliert und dürfte damit mögliche Deflationssorgen der Währungshüter zumindest abschwächen. Hinzu kommt, dass EZB-Präsident Draghi in seiner vielbeachteten Sintra-Rede im Juni betont hatte, dass temporäre Verzerrungen der Inflation im Euroraum einem geringeren Lockerungsgrad der Geldpolitik nicht zwangsläufig entgegen stehen müssen.

Unabhängig davon, welche Variante die EZB letztlich beschließt, ist klar, dass die Geldpolitik im Euroraum damit nicht wirklich restriktiver wird, da der Bestand an von der EZB gehaltenen Wertpapieren zunächst in jedem Fall weiter zunehmen wird. Aufgrund des zukünftig voraussichtlich geringeren Ankaufstempos ist die geldpolitische

### EZB-Anleihekäufe dürften frühestens Mitte 2018 auslaufen



Trendwende im Euroraum gleichwohl eingeleitet, dürfte sich aber wie erwartet sehr langwierig gestalten. Da die Kommunikation seitens der EZB, dass eine Leitzinsanhebung erst einige Zeit nach dem Ende des Anleiheankaufprogramms zu erwarten sei, auch weiterhin Bestand hat, ist mit einem solchen Schritt unseres Erachtens nicht vor dem Jahr 2019 zu rechnen.

### Fed leitet Bilanzverkürzung ein – wann folgt der nächste Zinsschritt?

Das FOMC hat auf seiner Sitzung im September wie im Vorfeld erwartet den US-Leitzins unverändert bei 1,00-1,25% belassen. Die wirtschaftliche Situation wurde unverändert zur Juli-Sitzung positiv beurteilt, wobei die FOMC-Mitglieder in den Hurrikan-Verwüstungen – aufgrund im Anschluss zu erwartender Nachholeffekte – keine größere Belastung der konjunkturellen Dynamik sehen. Hingegen ist die geringe Inflationsdynamik den Währungshütern eigenen Angaben zufolge weiterhin ein Rätsel. Sie gehen davon aus, dass die Inflationsrate kurzfristig noch unterhalb der Zielmarke von 2% verharrt und sich erst mittelfristig bei dieser Marke stabilisiert. Janet Yellen hat allerdings kürzlich in einer Rede betont, dass die geringe Inflationsdynamik in den USA weiteren Zinsschritten der Notenbank nicht zwangsläufig entgegenstehe. Im Einklang damit erwarten die US-Währungshüter unverändert noch einen weiteren Zinsschritt in diesem sowie drei weitere Zinsschritte im kommenden Jahr.

Wie erwartet hat das FOMC im September zudem beschlossen, den bereits avisierten Prozess zur Verkürzung der Fed-Bilanzsumme beginnend am 1. Oktober dieses Jahres einzuleiten. Dieser Schritt erfolgt fast neun Jahre nach Auflage der ersten Runde des QE-Programms im Dezember 2008 und drei Jahre nach Ende der Wertpapierkäufe im Oktober 2014. Seit Beginn des ersten QE-Programms hat sich die Fed-Bilanzsumme von 2,1 auf zuletzt knapp 4,5 Billionen US-Dollar mehr als verdoppelt, wobei rund 95% der aktuellen Bilanzsumme auf direkt durch die Fed gehaltene Wertpapiere – insbesondere US-Treasuries und Mortgage Backed Securities (MBS) – entfallen. Der bereits im Juni dieses Jahres angekündigte und jetzt mit Wirkung zum Oktober in Kraft gesetzte Prozess zum Abbau der Bilanz sieht vor, dass monatlich nur noch Rückflüsse aus den gehaltenen Papieren reinvestiert werden, die die Grenze von 10 Mrd. US-Dollar überschreiten. Die Summe ergibt sich aus einer Grenze von 6 Mrd. für US-Treasuries und 4 Mrd. US-Dollar für MBS. Die bisherige Vorgehensweise entsprach hingegen einer vollständigen Reinvestition der Rückflüsse. Im Abstand von jeweils drei Monaten sollen die monatlichen Kappungsgrenzen in vier Schritten weiter um den jeweiligen Ausgangsbetrag erhöht werden, so dass ab Oktober kommenden Jahres insgesamt 50 Mrd. Euro pro Monat abgebaut werden. Eine schnellere Reduzierung ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht vorgesehen. Ebenso wenig hat sich das FOMC auf einen Endzeitpunkt für den Bilanzabbau festgelegt. Die Währungshüter gehen jedoch davon aus, dass der Abbau der Bilanz hin zu einer aus heutiger Sicht angemessenen Zielgröße von 2,5 bis 3,0 Billionen US-Dollar in etwa fünf Jahre in Anspruch nehmen könnte. Für ein zukünftiges Ende des Bilanzabbaus ist in jedem Fall ein erneuter FOMC-Beschluss notwendig.

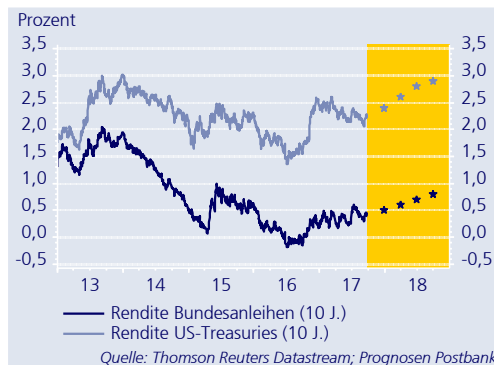
Nach Beendigung des Neuerwerbs von Wertpapieren im Oktober 2014 und dem Einstieg in einen neuen Leitzinszyklus mit der ersten Zinsanhebung im Dezember 2015 geht die Fed mit dem Beginn der Bilanzsummenverkürzung den dritten und letzten Schritt hin zu einer Normalisierung der Geldpolitik in den USA, deren Hauptin-

strument zukünftig wieder der Leitzins sein soll. Im Rennen hin zu einer „normalen“ Geldpolitik liegt die US-Notenbank damit im internationalen Vergleich weiterhin an der Spitze und kann ihren Vorsprung durch den jüngsten Schritt sogar noch ausbauen. Klar ist aber auch, dass noch ein weiter Weg vor den US-Währungshütern liegt. Unter der Annahme, dass die jetzt gefassten Beschlüsse trotz der im kommenden Jahr anstehenden Neubesetzung mehrerer Sitze im FOMC – möglicherweise inklusive des Stuhls von Chair Janet Yellen – wie geplant umgesetzt werden, läge die Bilanzsumme Ende 2018 immer noch oberhalb der Marke von 4,0 Billionen US-Dollar. Spannend wird auch die Frage sein, welchen Anpassungspfad der US-Leitzinsen das FOMC in Zukunft verfolgen wird. Aufgrund der geringen Inflationsdynamik sowie insbesondere wegen des nach wie vor ausbleibenden Lohndrucks trotz erreichter Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt hatten sich die Zweifel zuletzt wieder verstärkt, ob bis Ende kommenden Jahres tatsächlich vier weitere Zinsschritte zu erwarten sind. Wir halten einen solchen Zinspfad ebenfalls für etwas zu aggressiv. Während wir wie die FOMC-Mitglieder den nächsten Zinsschritt im Dezember dieses Jahres um 25 Basispunkte auf 1,25-1,50% erwarten, rechnen wir im kommenden Jahr nur mit zwei weiteren Schritten in dieser Größenordnung, so dass die Fed Funds Target Rate Ende 2018 bei 1,75-2,00% liegen sollte. Auch in den USA ist der Weg zu einer vollständigen Normalisierung der Geldpolitik damit noch lang.

### **QE-Entscheidungen am Kapitalmarkt eingepreist – Warten auf Zinsschritte**

Die Kapitalmarktrenditen diesseits und jenseits des Atlantiks haben auf die jüngsten (Nicht-)Entscheidungen der großen Notenbanken nur wenig reagiert. Bis zur EZB-Ratssitzung setzte sich der im August begonnene Renditerückgang bei Bundesanleihen zunächst fort, da Anleger in Reaktion auf die Nordkorea-Spannungen in sichere Häfen flohen. Auf ihrem Zwischentief zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 7. September rentierten 10-jährige Papiere nur noch mit 0,31%. Die nachfolgende

**Nur moderates Aufwärtspotenzial für Renditen auf Jahressicht**



Gegenbewegung, die die Rendite zuletzt wieder klar über die Marke von 0,40% führte, setzte aber nicht etwa als Reaktion auf die EZB-Sitzung, sondern vielmehr erst einige Tage später ein, als sich vorerst keine weitere Eskalation im Nordkorea-Konflikt abzeichnete. Ein ähnliches Bild ergab sich auch bei 10-jährigen US-Treasuries, deren Rendite ab Mitte September auf zuletzt 2,22% nach oben kletterte, dabei jedoch ebenfalls nur eine moderate Reaktion auf die FOMC-Sitzung am 20. September zeigte.

Die Herausbildung eines klaren Trends bei den Kapitalmarktrenditen – in Europa wie auch in den USA – bleibt damit weiterhin aus. Die QE-Maßnahmen der Notenbanken haben die Investoren an den Rentenmärkten bereits eingepreist. Für die Renditebewegungen der letzten Wochen zeichneten fast ausschließlich (geo-)politische Ereignisse – wie zum Beispiel der bereits angesprochene Nordkorea-Konflikt – verantwortlich. Wir gehen davon aus, dass derartige Ereignisse kurzfristig auch weiterhin die wesentlichen Treiber an den Rentenmärkten bleiben werden. Neben Nordkorea sind dabei insbesondere auch die Brexit-Verhandlungen sowie der seitens Frankreich forcierte EU-Reformprozess zu nennen, dessen Beginn sich angesichts der voraussichtlich schwierigen Regierungsbildung nach der Bundestagswahl in Deutschland etwas verzögern könnte. Gleichwohl gehen wir auf Jahressicht von einem moderaten Renditeanstieg an den Kapitalmärkten diesseits und jenseits des Atlantiks aus. Hierfür spricht neben der fortschreitenden

geldpolitischen Wende insbesondere das sehr solide Konjunkturbild, das bislang keine wesentlichen Abschwächungstendenzen aufweist. Vor diesem Hintergrund dürfte die Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf Jahressicht auf 2,90% anziehen. Die 10-jährige Bundrendite erwarten wir in zwölf Monaten bei 0,80%. Zwischenzeitliche Rücksetzer sind aber aufgrund der bestehenden Risiken auf dem Weg dorthin nicht ausgeschlossen. Mit einem deutlichen Zinsanstieg hierzulande ist wiederum wohl erst zu rechnen, wenn die EZB ihr Anleiheankaufprogramm beendet hat und erste Leitzinsanhebungen in der EWU näher rücken.

*Dr. Lucas Kramer*

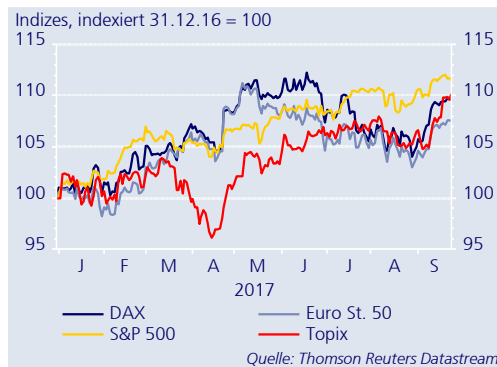
**Prognosen Postbank**

	27.09.	in 3 M	in 12 M
<b>Leitzinsen in %</b>			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	1,00-1,25	1,25-1,50	1,50-1,75
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,25	0,50	0,50
<b>Renditen 10 Jahre in %</b>			
Bunds	0,47	0,50	0,80
US-Treas.	2,31	2,40	2,90
Jap. JGBs	0,06	0,00	0,00
Brit. Gilts	1,38	1,50	1,70
<b>Spreads ggü. Bunds in Basispunkten</b>			
10j. Swap	44	35	35
EWUNon-Fin.	78	75	90

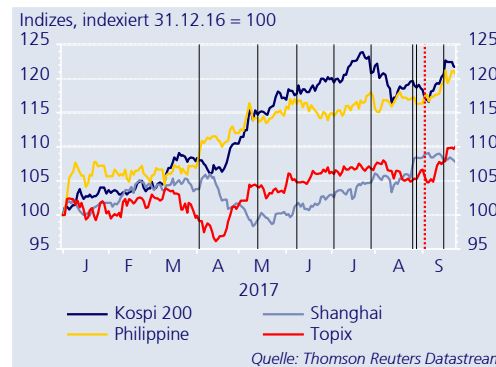
Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt: Outperformance von DAX und Euro Stoxx 50 erwartet

**Indizes weiten Kursplus im Vergleich zum Jahresultimo zuletzt wieder aus**



**Trotz der Nähe zu Nordkorea legen die Notierungen auch in Asien zu**



### Aktien steigen trotz erhöhter globaler Unsicherheit

Alle vier von uns analysierten Indizes haben in den letzten Wochen per Saldo ihre Kurszuwächse im Vergleich zu ihren Schlusständen Ende 2016 ausgeweitet. Mit einem Kursplus von 11,5% hat der Standard & Poor's 500 knapp die Nase vor Topix (+10,1%) und DAX (+9,8%) vorne. Leicht abgeschlagen rangiert der Euro Stoxx 50 mit +7,5% auf dem vierten Platz. Die Sorgen, die ihnen zuvor beispielsweise der Nordkorea-Konflikt bereitet hatte, wischten sie - zumindest für eine Weile - beiseite.

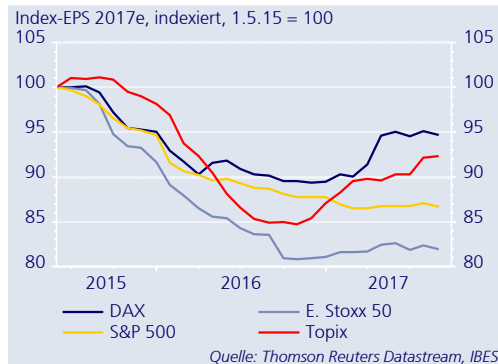
Nach unserer Einschätzung haben viele Investoren zwar spät aber dennoch zu Recht die guten Quartalszahlen gewürdigt, die die Unternehmen sowohl in den USA als auch in Europa und Japan mehrheitlich in der Berichtssaison zum 2. Kalenderquartal geliefert hatten. Denn die Chancen stehen mehr als gut, dass die Unternehmen auf aggregierter Basis für alle vier von uns analysierten Leitindizes Gewinnzuwächse von mehr als zehn Prozent für 2017 im Vergleich zu 2016 erreichen werden. Im ersten Halbjahr haben sie nach unseren Berechnungen schon mehr als die halbe Miete eingefahren. Diese von uns erwarteten Gewinnsteigerungen werden zudem von Umsatzausweitungen im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich begleitet. Die Kurszuwächse, die die

Indizes in diesem Jahr schon erreicht haben, stehen folglich auf einer soliden fundamentalen Basis aus Gewinn- und Erlöszuwächsen. Daher erwarten wir keine größeren Kursrücksetzer.

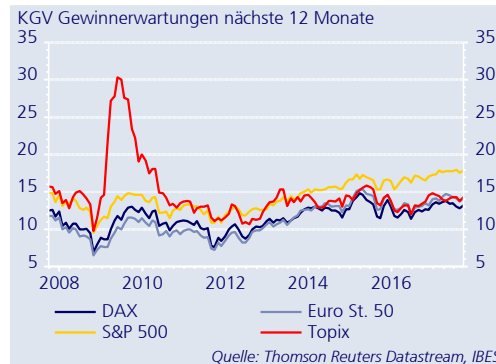
### Die Zahl der geopolitischen Krisenherde nimmt zu, aber ...

Im Schatten des rhetorischen Konflikts zwischen den USA und Nordkorea haben sich weitere, schon längere Zeit schwelende Krisen zuletzt verstärkt. Im Irak haben die Kurden gerade ein Referendum über ihre Unabhängigkeit abgehalten. Ein eben solches wollen die Katalanen in Spanien gegen den Willen der Zentralregierung in Madrid am kommenden Wochenende durchführen. In beiden Fällen sind die Ausgangslagen schwierig und diplomatisches Geschick ist für eine Lösungsfindung gefragt. Das Risiko, dass die genannten Krisen zu Irritationen an den internationalen Börsen führen können, ist nicht von der Hand zu weisen. Allerdings haben politische Börsen kurze Beine. Heißt, sie belasten das Kursgeschehen grundsätzlich nur kurz. Diese These wird durch eine Analyse der Kursentwicklung der Leitindizes von Südkorea (Kospi 200), Philippinen (Phillipine Stock Exchange Index), China (Shanghai Composite) sowie Topix im bisherigen Jahresverlauf bestätigt. Allen vier Ländern ist gleich, dass sie in enger räumlicher Nähe zu Nordkorea

**Analysten haben ihre Gewinnerwartungen seit Mitte 2016 erhöht bzw. nicht weiter reduziert**



**DAX, Euro Stoxx 50 und Topix fair bewertet, Standard & Poor's 500 moderat überbewertet**



gelegen bzw. mittelbar in den Nordkorea-Konflikt involviert sind. Die Investoren reagierten zwar vorübergehend nervös auf die acht Raketen- sowie den einen Atomwaffentest, die Nordkorea im bisherigen Jahresverlauf durchführte. Lange währten diese Phasen aber jeweils nicht. Die guten fundamentalen Fakten wogen auch hier schwerer und alle vier Indizes weisen Kurszuwächse im Vergleich zu ihrem jeweiligen Schlussstand 2016 auf. Koshi 200 und Philippine Stock Exchange Index liegen sogar jeweils mehr als 20 Prozent vorne.

**... langfristig besteht moderates Kurspotenzial**

Das Risiko vorübergehender Kursrücksetzer, die beispielsweise durch die genannten Krisen initiiert werden könnten, ist auch an den Börsen in Europa oder den USA gegeben. Diese sollten aber jeweils nur von kurzer Dauer sein. Sie bieten daher nach unserer Einschätzung die Chance auf ermäßigten Kursniveaus in den Markt einsteigen zu können. Denn mittel- und langfristig sehen wir weiteres Kurspotenzial für DAX und Co..

Mehrere Faktoren stimmen uns positiv. Zum einen sind es die Gewinnaussichten, die wir den Unternehmen für 2017 und auch 2018 zugestehen. Gestützt vom insgesamt positiven globalen konjunkturellen Umfeld sollten die Unternehmensgewinne auf aggregierter Basis für DAX und

Co. 2018 weiter zulegen können. Nach unseren Berechnungen dürfte dies in einer Größenordnung zwischen fünf und zehn Prozent im Vergleich zum in 2017 erwirtschafteten Überschuss der Fall sein.

Zum anderen ist die Bewertung von DAX, Euro Stoxx 50 und Topix gemessen an ihren Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) im Vergleich zu anderen Anlageklassen wie beispielsweise Anleihen weiterhin attraktiv. In diesem Vergleich schneidet selbst der S&P 500 gut ab, der im Vergleich der vier Indizes mit seinem höheren KGV negativ hervorsticht. Daher gestehen wir auch weiterhin DAX und Euro Stoxx 50 auf Jahressicht eine bessere Performance als dem US-Leitindex zu. Die vom japanischen Ministerpräsidenten Shinzo Abe ins Spiel gebrachten Neuwahlen können den Topix dagegen moderat ausbremsen.

*Heinz-Gerd Sonnenschein*

**Prognosen Postbank**

	27.09.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.657	12650-12850	13150-13350
Euro St. 50	3.555	3500-3700	3650-3850
S&P 500	2.507	2450-2550	2550-2650
Topix	1.664	1625-1725	1675-1775

Quelle: Bloomberg Finance LP



## Marktprognosen Oktober 2017

Zinsen in %	27.09.17	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	-0,70	-0,60	-0,55	-0,50	-0,40
10-j. Bunds	0,47	0,50	0,60	0,70	0,80
<b>USA</b>					
Fed Funds Rate	1,00-1,25	1,25-1,50	1,25-1,50	1,50-1,75	1,50-1,75
3-Monats-Libor	1,33	1,65	1,75	1,90	2,00
2-j. Treasuries	1,47	1,80	1,90	2,05	2,15
10-j. Treasuries	2,31	2,40	2,60	2,80	2,90
<b>EUR/USD-Spreads in Basispunkten</b>					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-166	-195	-205	-220	-230
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-184	-190	-200	-210	-210
<b>Japan</b>					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>UK</b>					
Base Rate	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,38	1,50	1,50	1,60	1,70
<b>Swap/Credit Spreads in Basispunkten</b>	<b>27.09.17</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	44	35	35	35	35
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-19	-18	-15	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	78	75	80	85	90
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	275	300	325	350	350
<b>Wechselkurse</b>	<b>27.09.17</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)	1,1752	1,15	1,17	1,17	1,19
Japanischer Yen (EUR/JPY)	132,43	132	136	136	140
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8768	0,90	0,90	0,91	0,93
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1426	1,14	1,15	1,15	1,17
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,8051	7,90	8,10	8,30	8,40
<b>Commodities</b>	<b>27.09.17</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)	57,49	50	55	55	55
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.283	1.250	1.250	1.275	1.275
<b>Aktien</b>	<b>27.09.17</b>	<b>KGV</b>		<b>Kursziel</b>	
		<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
DAX	12.657	14,0	13,1	12650-12850	13150-13350
Euro Stoxx 50	3.555	15,1	13,9	3500-3700	3650-3850
Standard & Poor's 500 *	2.507	19,5	17,5	2450-2550	2550-2650
Topix	1.664	14,7	13,8	1625-1725	1675-1775

\* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

## Konjunkturprognosen Oktober 2017

	BIP, real								BIP, real			Inflationsrate		
	in % ggü. Vq., sb.								in % ggü. Vj.			in %		
	2017				2018e				2016	2017e	2018e	2016	2017e	2018e
	Q1	Q2	Q3e	Q4e	Q1	Q2	Q3	Q4						
Deutschland	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	1,9	1,8	1,8	0,5	1,7	1,8
Euroraum	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	2,1	1,8	0,2	1,5	1,6
USA	0,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	1,5	2,2	2,4	1,3	2,0	2,1
Japan	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	1,0	1,5	0,7	-0,1	0,3	0,4