Postbank Research

Perspektiven

DSL Bank
Partnerbank der Finanzdienstleister

Juni 2018

➢ Kapazitätsengpässe können Bauboom zumindest kurzfristig nicht stoppen

Breit aufgestelltes Wachstum der deutschen Bauwirtschaft im Jahr 2017
2018 wird voraussichtlich noch einen Tick besser
Wohnungsbauinvestitionen dürften 2018 um knapp 3,0% zulegen
Problem der Wohnungsknappheit kurzfristig nicht zu lösen
Anstieg der Immobilienpreise: Noch kein Ende abzusehen

➢ EWU-Konjunktur: Schwächeres 1. Quartal kein Grund zur Besorgnis

Merkliche Abkühlung der Konjunktur zum Jahresauftakt
Positiver Rückprall im 2. Quartal erwartet
Absenkung der BIP-Prognosen – positiver Ausblick hat aber Bestand
Zahlreiche Signale für Inflationsanstieg in den kommenden Monaten

➢ US-Konjunktur: Robustes Konjunkturbild trotz verhaltenen Jahresstarts intakt

Leichte Moderierung des BIP-Wachstums zum Jahresauftakt
US-Konjunktur sollte im 2. Quartal wieder deutlich Fahrt aufnehmen
Anhebung der Inflationsprognose

➢ Rentenmarkt: Italien-Sorgen drücken Bundrenditen auf Jahrestief

Keine neuen Impulse seitens der Notenbanken
US-Kapitalmarkrenditen ziehen weiter an
Politische Querelen in Italien unterstützen deutschen Rentenmarkt

➢ Aktienmarkt: Unruhige Börsenfahrt dauert an

Mögliche US-Einfuhrzölle von bis zu 25 Prozent auf Autos verderben Investoren die Laune
US-Firmen mit deutlichem Gewinnsprung im 1. Quartal
Auf Jahressicht ist Kurspotenzial gegeben

Team Postbank Research

Dr. Marco Bargel
Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer
heinrich.bayer@postbank.de

Dr. Lucas Kramer
lucas.kramer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein
heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 28. Mai 2018

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

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

Kapazitätsengpässe können Bauboom zumindest kurzfristig nicht stoppen

Breit aufgestelltes Wachstum der deutschen Bauwirtschaft im Jahr 2017

Die Bauinvestitionen haben sich 2017 als ein wichtiger Treiber des wirtschaftlichen Wachstums erwiesen. In realer Rechnung legten sie um 2,7% zu. Als zuverlässiges Standbein erwiesen sich dabei die Wohnungsbauinvestitionen, die um 2,8% ausgeweitet wurden, damit aber nicht mehr an den ausgesprochen starken Zuwachs um 4,0% in 2016 herankamen. Die öffentlichen Bauinvestitionen setzten den im Vorjahr begonnenen Aufwärtstrend mit einem Zuwachs um 2,0% fort. Die positive Überraschung des Jahres 2017 lieferten aber die gewerblichen Bauinvestitionen. Diese wurden um 3,0% gesteigert, nachdem sie in den vorangegangenen fünf Jahren per saldo gesunken waren. Die gewerblichen Bauinvestitionen fanden damit nach längerer Zeit wieder Anschluss an die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen.

2018 wird voraussichtlich noch einen Tick besser

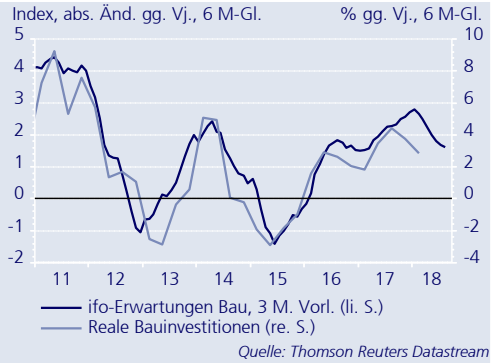
Im laufenden Jahr sollte sich der Aufwärtstrend am Bau fortsetzen. Die gesamten Bauinvestitionen dürften 2018 mit 2,9% sogar noch etwas dynamischer wachsen als im Vorjahr. Eine solide Grundlage hierfür wurde bereits im 1. Quartal gelegt, in dem die realen Bauinvestitionen in saison- und kalenderbereinigter Rechnung um 2,1% im Vorquartalsvergleich zugelegt haben. In der Regel resultieren solche

Bauinvestitionen dürften nochmals auf breiter Front kräftig zulegen

	2017	2018e
Investitionen *in % ggü. Vj.*		
Bau insgesamt	2,7	2,9
Wohnungsbau	2,8	2,9
Gewerbebau	3,0	3,2
Öffentlicher Bau	2,0	1,6

Quellen: Destatis; Prognosen Postbank

Optimismus in der Baubranche immer noch im Aufwärtstrend

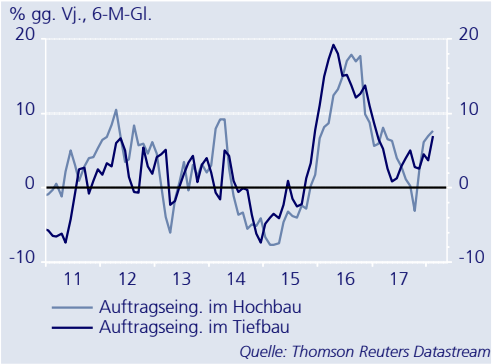


Quelle: Thomson Reuters Datastream

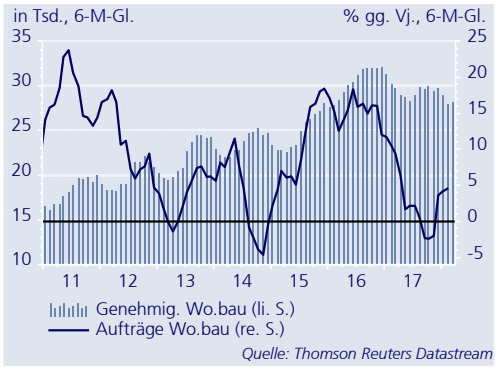
Sprünge gerade zu Jahresbeginn aus außergewöhnlichen Witterungsbedingungen, was dann in der folgenden Periode zu einer Gegenbewegung führen kann. Im 1. Quartal dieses Jahres waren die Wetterverhältnisse nun aber sogar eher ungünstig, was gegen einen negativen Rückprall im Frühjahr spricht. Unterstützt wird das konstruktive Bild durch die weiterhin sehr gute Stimmung bei den Bauunternehmen. Zwar haben die ifo-Geschäftserwartungen für diesen Sektor ihren Höhepunkt im vergangenen Oktober überschritten. Sie liegen aber immer noch auf hohem Niveau und vor allem auch über dem des entsprechenden Vorjahreszeitraums und deuten damit klar auf ein vorläufig weiterhin reges Wachstum der realen Bauinvestitionen hin.

Eine weitere Erhebung des ifo-Instituts weist aber auf ein rasch zunehmendes Problem der Baubranche hin, das eine weitere Zunahme der Bauaktivitäten massiv behindern könnte. Im April berichteten 14,3% der befragten Unternehmen von einem Mangel an Arbeitskräften. Dies sind fast doppelt so viele wie ein Jahr zuvor, als sich diese Kennzahl aber bereits in der Nähe des bis dahin gültigen historischen Hochs der Zeitreihe bewegte, die immerhin bis 1991 zurückreicht. Die rasante Ausweitung des Mangels an Arbeitskräften lässt darauf schließen, dass sich hier ein gravierender Engpassfaktor entwickelt hat. In

Auftragseingänge weiterhin im Aufwind



Baugenehmigungen haben Hochpunkt vorläufig überschritten



diesem Jahr sollte dieser aber lediglich eine noch stärkere Dynamik der Bauaktivitäten verhindern. 2018 würde das Wachstum der Bauinvestitionen ohne den verschärften Fachkräftemangel nach unseren Berechnungen eher bei 3,5% und damit etwa 0,5 Prozentpunkte höher liegen. Auf längere Sicht könnte er das Wachstum aber auch noch sehr viel deutlicher ausbremsen.

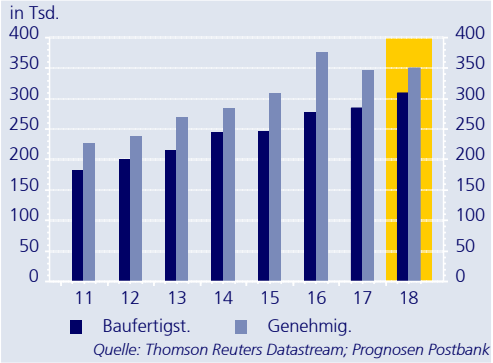
Ungeachtet dieses Hemmschuhs sind wir hinsichtlich der gewerblichen Bauinvestitionen in diesem Jahr ausgesprochen optimistisch. Diese sind nämlich mit sehr viel Schwung ins Jahr gegangen. Zudem befinden sich die Auftragseingänge im Hochbau (ausschließlich Wohnungsbau) nach einer leichten Schwächephase wieder klar auf Expansionskurs. Wir rechnen daher für 2018 mit einem Wachstum im Gewerbebau um 3,2%. Es würde auch gut in die gesamtwirtschaftliche Entwicklung passen, wenn die gewerblichen Bauinvestitionen – als spätzyklische Nachfragekomponente – angesichts eines BIP-Wachstums, das im fünften Jahr in Folge oberhalb des mittelfristigen Wachstumspotenzials liegen dürfte, kräftig ausgeweitet würden.

Für die öffentlichen Bauinvestitionen sind die Aussichten gespalten. Grundsätzlich besteht weiterhin ein erheblicher Nachholbedarf bei den Investitionen in die Infrastruktur. Dies hat offiziellen Bekundungen zufolge auch die Politik eingesehen. Aber trotz Rekordüberschüssen in den öffentlichen Haushalten bewegt sich eher wenig. Die Gründe liegen teilweise in einer ausgeprägten Sparneigung. Verstärkt wird deren Bremswirkung aber durch bürokratische Hemmnisse oder auch unzureichende Planungskapazitäten, was auch schon dazu geführt hat, dass zur Verfügung gestellte Mittel erst mit jahrelangen Verzögerungen oder auch gar nicht abgerufen wurden. Inzwischen kommen die zunehmenden Engpässe bei den Produktionskapazitäten hinzu, die sich in weiteren Verzögerungen sowie in erheblichen Preissteigerungen niederschlagen können, die ihrerseits wiederum die Nachfrage bremsen dürften. Wir rechnen daher trotz eines mehr als ausreichenden Nachfragepotenzials nicht mit einem Boom bei den öffentlichen Bauinvestitionen, sondern gehen von einem moderaten Wachstumspfad aus. Das Jahr 2018 sollte hier keinen Ausreißer bilden. Der Jahresauftakt ist zwar nur verhalten ausgefallen. Die steigenden Aufträge im Tiefbau sprechen aber für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends im öffentlichen Bau, der auf ein Plus von 1,6% kommen sollte.

Wohnungsbauinvestitionen dürften 2018 um knapp 3,0% zulegen

Die kurzfristigen Perspektiven für die Wohnungsbauinvestitionen wirken auf den ersten Blick nicht durchgehend günstig. Einerseits hat der Wohnungsbau im 1. Quartal deutlich zugelegt. Zudem liegen die Auftragseingänge nach einer Delle wieder über Vorjahresniveau. Andererseits haben die Baugenehmigungen ihren Höhepunkt, zumindest vorläufig, bereits vor einiger Zeit überschritten und liegen auch im bisheri-

Zunahme der Baufertigstellungen kommt nur allmählich voran



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Prognosen Postbank

gen Jahresverlauf etwas unter dem Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums. Dies werten wir aber im Hinblick auf die kurzfristigen Aussichten als nicht besonders kritisch. Zwar verfügen die Baugenehmigungen in der Regel über einen klaren Vorlauf gegenüber Aufträgen und Produktion. Derzeit ist der kurzfristige Zusammenhang aber etwas gestört. Unter dem Strich rechnen wir für 2018 mit einem Zuwachs der Wohnungsbauinvestitionen um 2,9% gegenüber dem Vorjahr.

Problem der Wohnungsknappheit kurzfristig nicht zu lösen

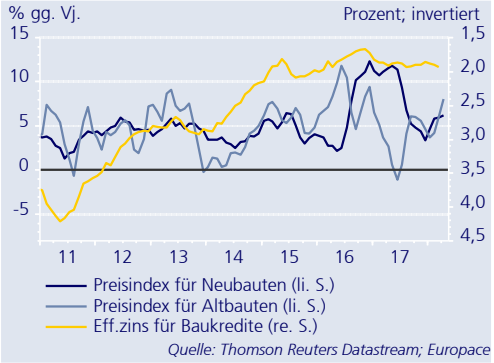
Den Rückgang der Baugenehmigungen halten wir auf kurze Sicht deshalb für nicht sonderlich bedenklich, da er nicht auf eine grundsätzlich nachlassende Wohnungsbautätigkeit zurückzuführen ist. So basierte der Genehmigungsschub im Jahr 2016 zu einem erheblichen Teil auf einem Vorzieheffekt. 2015 wurden noch rasch Genehmigungsanträge gestellt, da Anfang 2016 Baurechtsänderungen in Kraft getreten sind, die geeignet waren, die Baukosten in die Höhe zu treiben. Zudem gab es einen temporären Boom bei den Genehmigungszahlen für Flüchtlingsunterkünfte. Ein gewisser Rücksetzer ist deshalb leicht zu erklären.

Im Hinblick auf die mittelfristige Entwicklung stimmt es hingegen schon nachdenklich, dass die Genehmigungen nachfolgend ihren Aufwärtstrend immer noch nicht wieder aufgenommen haben. Angesichts des unbestreitbaren Bedarfs an zusätzlichen Wohnungen ist dies ein klares Indiz für strukturelle Probleme. So häufen sich z.B. die Klagen über ein zu knappes Angebot an Bauland gerade in den Ballungsgebieten, in denen ein erhöhter Bedarf besteht. Zudem hinken die Baufertigstellungen den Baugenehmigungen trotz deren Abschwächung immer weiter hinterher. 2017 stieg die Zahl der Fertigstellungen von Wohnungen nur um 7 Tsd. auf 285 Tsd. Zugleich erhöhte sich aber der Überhang von genehmigten, noch nicht fertig gestellten Wohnungen um 48 Tsd. auf 653 Tsd. Dies ist der höchste Wert seit dem Jahr 1999. Rechnerisch würde der Bestand an erteilten Genehmigungen damit reichen, um die Zahl der Fertigstellungen für zwei Jahre und ein Quartal auf dem Niveau von 2017 zu halten. Offensichtlich ist die Baubranche derzeit nicht in der Lage, der Auftragsflut nachzukommen. Wir rechnen vor diesem Hintergrund für dieses Jahr zwar mit einem weiteren und sogar etwas kräftigeren Anstieg der Baufertigstellungen. Zu einem entscheidenden Sprung nach oben wird es aber nicht kommen. Die von uns erwartete Zahl von 310 Tsd. in 2018 wird aller Voraussicht nach immer noch weit unter der Größenordnung von 350 bis 400 Tsd. Fertigstellungen liegen, die für notwendig erachtet wird, um alleine den in den kommenden Jahren entstehenden, zusätzlichen Bedarf an Wohnungen decken zu können. Das Problem der Wohnungsknappheit dürfte sich deshalb eher noch verstärken. Auch eine künstlich erzeugte Anregung der Nachfrage, z.B. durch die Einführung des geplanten Baukindergeldes, würde in dieser Situation wenig bringen, da dann die Engpässe auf der Angebotsseite ihre Bremswirkung nur umso stärker entfalten würden.

Anstieg der Immobilienpreise: Noch kein Ende abzusehen

Seit Ende 2009 sind nach Angaben von Europace die Preise für Neubauten um 52% gestiegen, die für Altbauten um 51%. Zuletzt lagen die Zuwachsraten im Vorjahresvergleich bei etwa 6% bzw. 8%. Der grundlegende Aufwärtstrend der

Sehr niedrige Zinsen begünstigen Anstieg der Immobilienpreise



Wohnimmobilienpreise ist damit immer noch intakt. Angesichts der weiterhin steigenden Angebotslücke kann dies auch nicht verwundern. Zusätzlich angeheizt wird der Anstieg der Immobilienpreise durch das extrem niedrige Zinsniveau für Hypothekarkredite. Von dieser Seite ist zwar nicht mehr mit einer zusätzlichen Befeuerung des Preisanstiegs zu rechnen. Stärkerer Gegenwind ist aber auch noch nicht auszumachen. Wir rechnen zwar im weiteren Verlauf dieses Jahres mit einem moderaten Anstieg des Zinsniveaus am Kapitalmarkt, das für die Konditionengestaltung bei den Hypothekarkrediten eine wichtige Rolle spielt. Dies sollte aber für den Immobilienmarkt noch nicht zum ´game changer` werden. Vorläufig ist die Preisparty am deutschen Immobilienmarkt wohl noch nicht vorbei. Allerdings zeigen sich an einer steigenden Zahl von Standorten nach den massiven Preisanstiegen in den vergangenen Jahren Überhitzungserscheinungen, was das Potenzial für eine weitere Verteuerung von Wohnimmobilien einschränkt und das Risiko erhöht, dass es lokal auch einmal zu spürbaren Rücksetzern des Preisniveaus kommen kann.

Heinrich Bayer

EWU-Konjunktur: Schwächeres 1. Quartal kein Grund zur Besorgnis

Merkliche Abkühlung der Konjunktur zum Jahresauftakt

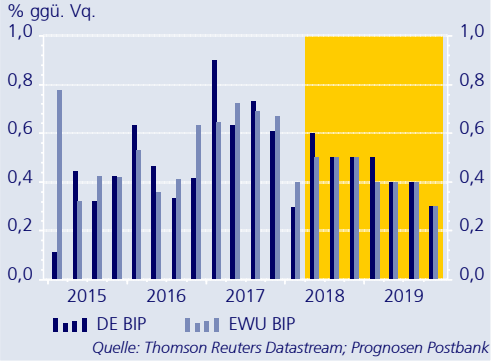
Mit Veröffentlichung der offiziellen BIP-Daten für Deutschland im 1. Quartal 2018 wurde bestätigt, was sich im Vorfeld auf Basis diverser harter und weicher Konjunkturindikatoren bereits angedeutet hatte: Die konjunkturelle Dynamik hierzulande hat sich zum Jahresauftakt deutlich abgekühlt. Das BIP ist im 1. Quartal preis-, saison- und kalenderbereinigt nur noch um 0,3% gegenüber dem Vorquartal gewachsen – zum Jahresende 2018 hatte das Plus noch bei 0,6% gelegen. Die Entwicklung in den Monaten Januar bis März profitierte nach zwei Quartalen mit annähernder Stagnation von einer Wiederbelebung des privaten Verbrauchs, der um 0,4% zulegte. Gleichzeitig ging aber der Staatskonsum um 0,5% zurück. Deutlich positive Impulse kamen erwartungsgemäß von Seiten der Bruttoanlageinvestitionen (+1,7%), unter denen sowohl die Investitionen in Ausrüstungen (+1,2%), als auch die Bauinvestitionen (+2,1%) kräftig zulegen konnten. Hingegen gaben Exporte (-1,0%) und Importe (-1,1%) nach. Der Außenhandel dämpfte das Wachstum um 0,1 Prozentpunkte. Ein vergleichbarer negativer Einfluss ergab sich auch seitens der Lagerinvestitionen.

Für das BIP des Euroraums liegen zum heutigen Zeitpunkt noch keine Detaildaten vor. Aber auch hier hat sich das Wachstum im 1. Quartal vorläufigen Angaben zufolge klar von 0,7% auf 0,4% abgeschwächt. Bereits bekannte Detaildaten aus einzelnen EWU-Staaten lassen dabei vermuten, dass sich wie in Deutschland der Außenhandel auch hier als Belastung erwiesen hat.

Positiver Rückprall im 2. Quartal erwartet

Auch wenn sich das Wachstumstempo in Deutschland und im Euroraum zum Jahresauftakt abgeschwächt hat: Mit nunmehr 15 Zuwächsen im Vorquartalsvergleich in

Verhaltener Jahresstart sollte nur ein Ausrutscher sein

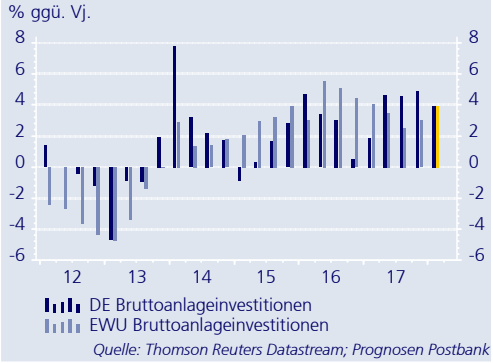


Quelle: Thomson Reuters Datastream; Prognosen Postbank

Folge befindet sich die deutsche Volkswirtschaft aktuell in der längsten Aufschwungphase seit dem Jahr 1991. Im Euroraum stehen nunmehr 20 Quartale mit positiven BIP-Wachstumsraten zu Buche – der bisherige Rekord seit Gründung der EWU 1999 wurde damit eingestellt. Grund für ernsthafte Konjunktursorgen sind auch nach einem schwächeren 1. Quartal vor diesem Hintergrund sicherlich nicht angebracht.

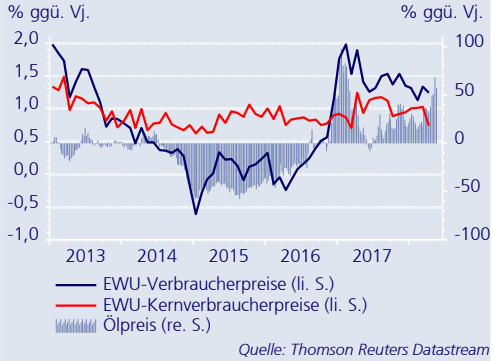
Dies gilt insbesondere, da es diverse Anzeichen gibt, dass die Dynamik im 1. Quartal durch verschiedene temporäre Effekte – Grippewelle, Streiks, Witterungsbedingungen – nach unten verzerrt wurde. Hinsichtlich einer vor diesem Hintergrund eigentlich zu erwartenden, kräftigen Belebung des BIP-Wachstums im laufenden Quartal sind wir aber inzwischen etwas skeptischer. Für einen positiven Rückprall spricht grundsätzlich die Wiederbelebung der Aktivitäten in der Industrie im März, die eine solide Basis für das laufende Quartal verspricht – hierfür liegen harte Konjunkturdaten zum jetzigen Zeitpunkt naturgemäß noch nicht vor. Das Problem ist aber, dass sich das Sentiment – nicht nur in der Industrie – im April und Mai weiter eingetrübt hat. So bewegen sich beispielsweise die Einkaufsmanagerindizes zwar weiter auf soliden Niveaus – die große Euphorie vom Jahreswechsel ist aber offenkundig verflogen. Der trotz des jüngsten Rückgangs

Konjunkturaufschwung durch Investitionstätigkeit gut untermauert



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Prognosen Postbank

Höherer Ölpreis dürfte Inflation kurzfristig steigen lassen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

stärkere Euro, Sorgen hinsichtlich Handelskrieg und Brexit sowie zunehmend wirksam werdende Kapazitätsgrenzen belasten das Sentiment und sprechen dagegen, dass die ausgesprochen hohe konjunkturelle Dynamik des Vorjahrs im weiteren Jahresverlauf noch einmal erreicht wird. Für das 2. Quartal rechnen wir hierzulande mit einem BIP-Wachstum in Höhe von 0,6%, bevor im weiteren Jahresverlauf eine Moderierung auf 0,5% erfolgen sollte. In der EWU dürfte im laufenden wie auch in den folgenden Quartalen in etwa ein Wachstum in Höhe von 0,5% zu Buche stehen.

Absenkung der BIP-Prognosen – positiver Ausblick hat aber Bestand

Eine verhaltenere Gangart bedeutet aber keineswegs das Ende des Aufschwungs. Dieser steht weiterhin auf der soliden Basis einer regen Investitionstätigkeit, was auch durch die Daten für das 1. Quartal 2018 noch einmal untermauert wird. Ungeachtet dessen kommen wir aber angesichts der Entwicklungen nicht umhin, unsere BIP-Wachstumsprognosen für Deutschland und den Euroraum von jeweils 2,3% auf 2,0% beziehungsweise 2,1% im laufenden Jahr abzusenken. Als Wachstumstreiber dürfte sich dabei neben den Investitionen insbesondere der Außenhandel erweisen, dem wir in beiden Fällen einen stattlichen Beitrag in Höhe von 0,4 Prozentpunkten zum BIP-Wachstum zutrauen. Dieser profitiert in erster Linie von der anhaltend starken globalen Konjunktur und hier in besonderem Maße von den weltweit anziehenden Investitionen, die für eine hohe Nachfrage nach – häufig hierzulande hergestellten – Kapitalgütern sorgen. Demgegenüber dürfte die zwischenzeitlich erfolgte Euro-Aufwertung angesichts der relativ geringen Preissensitivität der Nachfrage nach derartigen Gütern eher eine untergeordnete Rolle spielen. Angesichts des hohen Beschäftigungsstands, steigender Löhne sowie weiterhin niedriger Zinsen und einer immer noch verhaltenen Inflation trauen wir dem privaten Verbrauch auch in den kommenden Quartalen solide Zuwächse zu. Die diesbezüglich von uns prognostizierte Abschwächung der Dynamik von 1,8% auf 1,3% hierzulande beziehungsweise von 1,7% auf 1,5% im Euroraum resultiert in erster Linie noch aus der schwachen zweiten Jahreshälfte des privaten Konsums im Vorjahr. Unser Ausblick auf die konjunkturelle Dynamik in diesem Jahr ist damit trotz der Abwärtsrevision unserer Prognosen weiterhin gut. Für das kommende Jahr rechnen wir nach wie vor mit einer weiteren Moderierung des BIP-Wachstums auf 1,8% hierzulande sowie auf 1,7% im Euroraum. Dies wären aber immer noch Zuwachsraten deutlich oberhalb des langfristigen Wachstumspotenzials.

Zahlreiche Signale für Inflationsanstieg in den kommenden Monaten

Die Preisdynamik in der Eurozone konnte im bisherigen Jahresverlauf noch nicht überzeugen. Im April ist die Inflationsrate von 1,3% auf 1,2%, die Kerninflationsrate

sogar von 1,0% auf 0,7% gesunken – für Letztere immerhin das niedrigste Niveau seit März vergangenen Jahres. Die Abschwächung der Headline-Inflation kam zustande, obwohl sich die Vorjahresraten der Preise für Nahrungsmittel und Energie deutlich von 2,1% beziehungsweise 2,0% auf jeweils 2,5% erhöhten. Zugleich kosteten aber Dienstleistungen lediglich 1,0% mehr als im April 2017, nachdem das Plus im März noch bei 1,5% gelegen hatte. Dies dämpfte den Auftrieb der Kernverbraucherpreise.

Gleich eine ganze Reihe von Faktoren spricht dafür, dass die Inflationsrate im Euroraum sich in den kommenden Monaten wieder in Richtung des EZB-Ziels von unter, aber nahe bei 2% bewegen wird – wenngleich dieses auch weiterhin nicht erreicht werden dürfte. An erster Stelle ist hier natürlich der rapide gestiegene Ölpreis zu nennen. Auch wenn dieser, wovon wir ausgehen, in den kommenden Monaten nicht weiter anzieht, lag er zuletzt bereits um rund 50% über seinem Niveau im Vergleichszeitraum des Vorjahrs und dürfte so die Inflationsrate bereits kurzfristig in die Region von 1,7% steigen lassen. Aber auch der Kerninflation trauen wir in den kommenden Monaten einen Anstieg bis auf etwa 1,4% zu. Hierfür spricht neben der bereits hohen Kapazitätsauslastung auch der – nicht nur in Deutschland zu beobachtende – Aufschwung am Arbeitsmarkt, der sukzessive über höhere Löhne das Preisniveau treiben dürfte. Hinzu kommt die jüngste Schwäche des Euro, die, sollte sie noch eine Weile Bestand haben, die Preise von Importen erhöht. Mit unserer Prognose einer durchschnittlichen Teuerung in diesem Jahr in Höhe von 1,6% fühlen wir uns daher weiterhin wohl und erwarten die Inflationsrate auch im kommenden Jahr auf diesem Niveau.

Dr. Lucas Kramer

Prognosen Postbank

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

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

US-Konjunktur: Robustes Konjunkturbild trotz verhaltenen Jahresstarts intakt

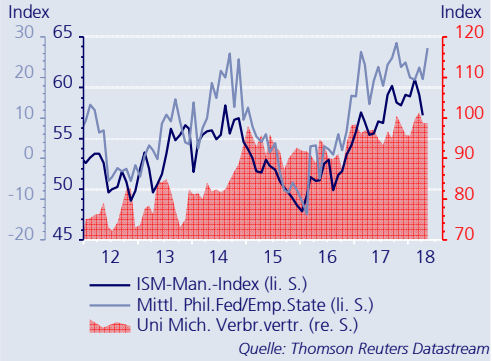
Leichte Moderierung des BIP-Wachstums zum Jahresauftakt

Neben diversen Sentimentindikatoren hatte auch die Entwicklung der harten Konjunkturdaten im Verlauf des 1. Quartals 2018 bereits darauf hingedeutet, dass die konjunkturelle Dynamik in den USA zum Jahresauftakt etwas an Fahrt verloren hat. Diese Befürchtung wurde mit der Veröffentlichung der ersten offiziellen Schätzung für das BIP-Wachstum bestätigt. So ist die US-Wirtschaft von Januar bis März in annualisierter Rechnung nur noch um 2,3% gegenüber dem Vorquartal gewachsen – nach einem Plus in Höhe von 2,9% im Schlussquartal 2017. Die Wachstumsmoderierung war dabei insbesondere auf den privaten Verbrauch zurückzuführen, der nach einem Zuwachs von 4,0% im Vorquartal nur noch um 1,1% zulegen konnte. Darüber hinaus ermäßigte sich der Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen von 11,6% auf 4,7% – der schwächste Wert seit einem Jahr. Die Investitionen in den Wohnungsbau stagnierten sogar lediglich, was aber nach einem vorangegangenen Plus von 12,8% und angesichts von Witterungseinflüssen nicht überbewertet werden sollte. Auch bei den Exporten stand trotz zwischenzeitlich erfolgter Dollar-Abwertung ein geringeres Wachstum als im Vorquartal zu Buche. Allerdings schwächte sich die Importdynamik noch erheblich stärker ab, so dass der Außenhandel per Saldo 0,2 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum beisteuerte.

US-Konjunktur sollte im 2. Quartal wieder deutlich Fahrt aufnehmen

In der Summe beurteilen wir die leichte Wachstumsabschwächung im 1. Quartal in erster Linie als eine für den Jahresauftakt in den USA nicht unübliche Verschnaufpause. Somit ändert der etwas ernüchternde Blick in den Rückspiegel auch nichts an unserem weiterhin sehr positiven Ausblick für die US-Wirtschaft. Für eine erneute Be-

Sentiment stabilisiert sich auf hohem Niveau



schleunigung im weiteren Jahresverlauf – beginnend im laufenden Quartal – spricht dabei gleich eine ganze Reihe von Faktoren. An erster Stelle sind hier die bereits veröffentlichten, harten Konjunkturdaten zu nennen. So ist die Industrieproduktion im April bereits zum zweiten Mal in Folge um 0,7% im Vormonatsvergleich gestiegen. Trotz aller angebrachten Vorsicht nach Daten für nur einen Monat im laufenden Quartal deutet das zuletzt hohe Momentum bereits jetzt auf einen ordentlichen Beitrag der Industrie zum BIP-Wachstum im 2. Quartal hin. Eine ähnlich positive Indikation gibt es auch für den privaten Verbrauch und damit für das ‚Sorgenkind' des 1. Quartals. So haben die Einzelhandelsumsätze zuletzt – unabhängig von der konkreten Abgrenzung – drei Monate in Folge zugelegt. Die für die Schätzung der Konsumdynamik maßgebliche Komponente ‚retail control' signalisiert dabei bereits jetzt, dass der private Verbrauch im laufenden Quartal wieder zu alter Stärke zurückfinden sollte.

Ergänzt wird die positive Indikation für das 2. Quartal auch durch die Entwicklung diverser Sentimentindikatoren, obwohl sich die Stimmung – für die Industrie beispielsweise gemessen am ISM-Index – im April zunächst weiter eingetrübt hat. Für eine weitere Expansion des Sektors spricht aber einerseits das trotz der Abwärtsbewegung

seit Jahresbeginn nach wie vor hohe Niveau des Indikators. Andererseits zeigen regionale Industrie-Indikatoren wie Philadelphia Fed und Empire State Index im Mai bereits wieder eine Stimmungsaufhellung. Hier spielen neben einer sich zwischenzeitlich abzeichnenden Entspannung in den Handelsstreitigkeiten der USA auch die noch ausstehenden, avisierten Infrastrukturinvestitionen der US-Regierung eine Rolle, die perspektivisch für weiterhin gut gefüllte Auftragsbücher der Unternehmen sorgen sollten. Auch das Verbrauchervertrauen hat sich nicht zuletzt dank des hohen Beschäftigungsgrads in der Nähe seines langjährigen Hochs stabilisiert und signalisiert weiterhin gute Aussichten für den privaten Verbrauch als wichtigstem Wachstumsträger der US-Wirtschaft.

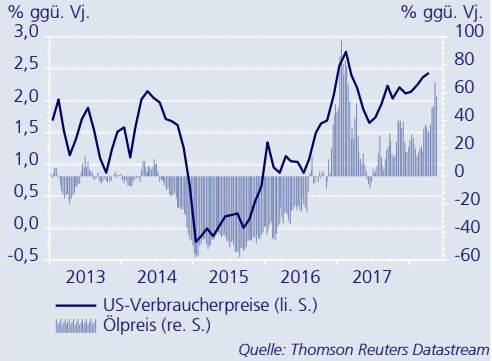
In der Summe sehen wir somit aktuell keinen Anlass daran zu zweifeln, dass die US-Konjunktur im weiteren Jahresverlauf noch einmal kräftiger Fahrt aufnehmen wird. Dabei dürfte die annualisierte BIP-Wachstumsrate wieder über die Marke von 3% klettern. Für das Gesamtjahr 2018 rechnen wir mit einem BIP-Zuwachs in Höhe von 2,8% gegenüber dem Vorjahr. Für 2019 erwarten wir eine kaum spürbare Moderierung auf 2,7%. Das größte Abwärtsrisiko für unsere Prognosen resultiert sicherlich aus einer umfassenden Eskalation der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und ihren Partnerländern. Darüber hinaus gibt es inzwischen erste Stimmen, die nicht zuletzt angesichts des deutlich gestiegenen

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Ölpreisanstieg befeuert Verbraucherpreise



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Ölpreises eine Belastung von Investitionstätigkeit wie auch privatem Konsum durch stärker steigende Zinsen in den USA befürchten. Angesichts des im historischen Vergleich immer noch moderaten Zinsniveaus sowie des von uns nach wie vor erwarteten, behutsamen geldpolitischen Straffungskurses durch die Fed sehen wir hierin aber aktuell keine übermäßige Gefahr für die Fortsetzung des Aufschwungs.

Anhebung der Inflationsprognose

Nach ihrem moderaten Rückgang im März sind die US-Verbraucherpreise trotz eines deutlichen Anstiegs der Energiepreise um 1,4% im April ‚nur' um 0,2% gegenüber dem Vormonat gestiegen. Die Inflationsrate kletterte auf 2,5%, während die Kerninflationsrate bei 2,1% verharrte. Letztere dürfte angesichts guter Konjunktur und im Zuge des engen Arbeitsmarkts steigender Löhne künftig ihren moderaten Aufwärtstrend wieder aufnehmen. Hingegen wird der rapide Anstieg des Ölpreises – auch unabhängig von dessen Entwicklung im späteren Jahresverlauf – die Inflationsrate bereits kurzfristig über die Marke von 3% treiben. Auch wenn wir nachfolgend mit einer gewissen Konsolidierung – von Ölpreis und Inflationsrate – rechnen, macht diese Entwicklung bereits eine deutliche Anhebung unserer Inflationsprognose für 2018 erforderlich. Wir rechnen nunmehr mit einer durchschnittlichen Teuerung von 2,6%, die sich nächstes Jahr wieder auf 2,2% moderieren sollte.

Dr. Lucas Kramer

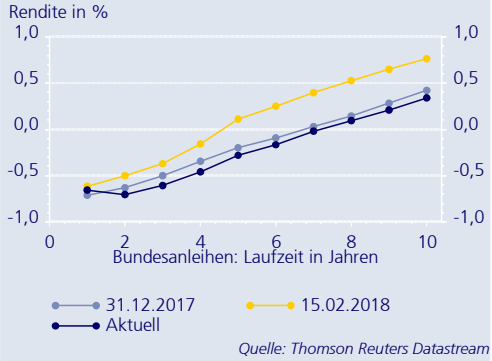
Rentenmarkt: Italien-Sorgen drücken Bundrenditen auf Jahrestief

Die Renditen von Bundesanleihen sind in den letzten Wochen deutlich gesunken. Rentierten 10-jährige Bunds zum Zeitpunkt unserer letzten Ausgabe der „Perspektiven“ noch mit 0,63%, liegt die Rendite aktuell fast 30 Basispunkte darunter. Bei 2-jährigen Papieren fällt das Minus mit zwölf Basispunkten (aktuell: -0,67%) etwas moderater aus. Eine Betrachtung über das gesamte Laufzeitenspektrum zeigt, dass die deutsche Kapitalmarktkurve aktuell ein neues Jahrestief erreicht hat und wieder unterhalb ihres Niveaus vom Jahreswechsel liegt. Die bis zum Zwischenhoch Mitte Februar gesehene Aufwärtsbewegung der Renditen wurde damit mehr als egalisiert. Die Abwärtsverschiebung der Bundkurve spiegelt dabei insbesondere wider, dass die Marktakteure aktuell erst im September nächsten Jahres mit einer ersten Leitzinsanhebung in der EWU rechnen – Mitte Februar lag die diesbezügliche Erwartung noch ganze sechs Monate früher, nämlich im März 2019. Zugleich ist die Zinskurve im Zuge der Abwärtsbewegung – ausgehend vom langen Ende – flacher geworden (sog. ‚bull flattening‘). Dies lässt sich so interpretieren, dass die Marktteilnehmer zwar weiterhin mit einer Fortsetzung der geldpolitischen Trendwende nach einem ersten Zinsschritt 2019 rechnen, die längerfristigen Zinsphantasien aber inzwischen etwas nachgelassen haben.

Keine neuen Impulse seitens der Notenbanken

Der jüngste Renditerückgang am deutschen Rentenmarkt ist dabei unseres Erachtens aber nicht auf neue Signale der EZB hinsichtlich ihres zukünftigen geldpolitischen Kurses zurückzuführen. So hat der EZB-Rat auf seiner vergangenen geldpolitischen Sitzung Ende April die Leitzinsen wie im Vorfeld erwartet unverändert belassen. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt damit seit nunmehr über zwei Jahren auf dem Niveau von 0,00%. Zudem bekräftigten die Währungshüter, den Netto-Ankauf von

Bundkurve hat sich deutlich von Zwischenhoch entfernt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Anleihen mit einem monatlichen Volumen von aktuell 30 Mrd. Euro mindestens bis Ende September dieses Jahres fortzusetzen. Auch wiederholte EZB-Präsident Mario Draghi die Ankündigung, dass die Leitzinsen noch für geraume Zeit nach Ende der Netto-Ankäufe auf dem derzeitigen Niveau bleiben werden. Diese Ausführungen entsprachen durchweg den Erwartungen. Auch hinsichtlich der Wachstums- und Inflationsaussichten für die Eurozone gab es keine Überraschungen. So beurteilt die EZB die Moderierung der konjunkturellen Dynamik im 1. Quartal dieses Jahres eher als Normalisierung nach dem zuvor erreichten hohen Wachstumstempo, denn als ein Ende des Aufschwungs im Euroraum. Auch der Einfluss temporärer Faktoren wurde entsprechend gewürdigt. Zudem sehen die Währungshüter die Inflation weiterhin auf dem Weg in Richtung der Zielmarke von unter, aber nahe bei 2%.

Etwas Neues von der EZB gab es dann aber Mitte Mai doch noch zu vermelden: Der französische Notenbankpräsident und EZB-Ratsmitglied François Villeroy de Galhau präzisierte seine Interpretation der Aussage, dass die Zinsen noch für geraume Zeit auf dem aktuellen Niveau bleiben werden, dahingehend, dass es sich hierbei um einen Zeitraum von Quartalen und nicht von Jahren nach dem Ende der Netto-Ankäufe handele. Wenig überraschend wurde diese

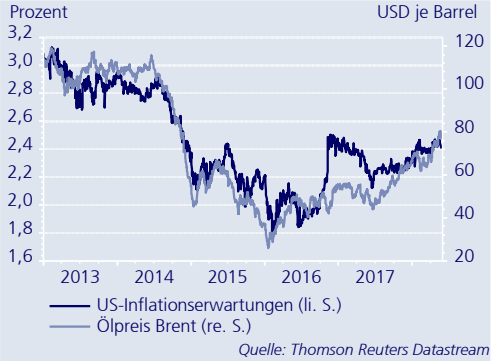
Interpretation von der EZB weder offiziell bestätigt noch dementiert. Wir sehen hierin kein signifikantes Signal für einen schnelleren Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik. Entsprechend sorgte die Aussage auch an den Rentenmärkten nur sehr kurz für Phantasie. Aktuell sehen wir auch keinen Grund, von unserer bisherigen Erwartung hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik im Euroraum abzuweichen. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die EZB auf ihrer Ratssitzung im Juni ein ‚finales Tapering' der Netto-Anleiheankäufe von Oktober bis Dezember ankündigt und ab Januar 2019 nur noch im Rahmen des Reinvestments von Rückflüssen aus ihrem Anleihebestand an den Bondmärkten aktiv sein wird. Aber auch eine entsprechende Ankündigung erst im Juli sowie ein abruptes Ende der Ankäufe Ende September bleiben Optionen. Der erste Zinsschritt sollte ungeachtet dessen im 2. Quartal 2019, voraussichtlich im Juni erfolgen, womit wir ihn etwas früher erwarten als aktuell am Markt eingepreist.

Keine Überraschungen gab es auch auf der FOMC-Sitzung Anfang Mai. Die US-Währungshüter beließen den Leitzins bei 1,50-1,75% Im begleitenden Pressestatement verwiesen sie darauf, dass die Inflationsrate die Zielgröße nahezu erreicht habe. Zudem zeigten sie sich zuversichtlich, dass sich die US-Wirtschaft weiterhin positiv entwickelt und ließen keine Zweifel aufkommen, dass der Leitzins auf der nachfolgenden Sitzung im Juni angehoben wird. Auch die jüngst veröffentlichten Konjunkturdaten stellen einen Zinsschritt unseres Erachtens keinesfalls in Frage. Unsere Erwartung, dass das FOMC den Leitzins in diesem Jahr noch insgesamt dreimal um je 25 Basispunkte anheben wird, hat vor diesem Hintergrund unverändert Bestand.

US-Kapitalmarktrenditen ziehen weiter an

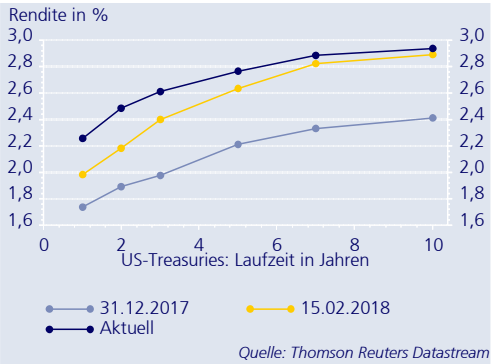
Auch die Entwicklung der US-Renditen kann vor diesem Hintergrund nicht als Erklärung für den deutlichen Renditerückgang hierzulande herangezogen werden. So hat das US-Zinsniveau seine kräftige Aufwärtsverschiebung seit dem Jahreswechsel trotz des jüngsten, leichten Rückgangs bestätigt und im Vergleich zu Mitte Februar – als Bundrenditen ihr Zwischenhoch erreicht hatten – sogar noch ausgebaut. Insbesondere wurde dabei zwischenzeitlich mehrfach die ‚Signalmarke' von 3% bei Papieren mit 10-jähriger Laufzeit überschritten. Als Grund hierfür ist in erster Linie zu nennen, dass der kräftige Anstieg des Ölpreises dazu geführt hat, dass sich die Inflationserwartungen in der Nähe ihres im Februar erreichten Zwischenhochs stabilisiert haben. Hierzu haben auch die sich angesichts nahezu erreichter Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt verdichtenden Anzeichen einer höheren Lohndynamik beigetragen, die den sukzessiven Anstieg der Kerninflation weiter untermauern sollte. Auch die auf Hochtouren laufende Konjunktur sowie die avisierten, aber noch nicht konkretisierten Infrastrukturinvestitionen der US-Regierung versprechen zusätzliche preistreibende Impulse. Vor diesem

Ölpreisanstieg sorgt für Stabilisierung der US-Inflationserwartungen…



Quelle: Thomson Reuters Datastream

… und resultiert in deutlichem Anstieg der US-Kapitalmarktkurve



Quelle: Thomson Reuters Datastream

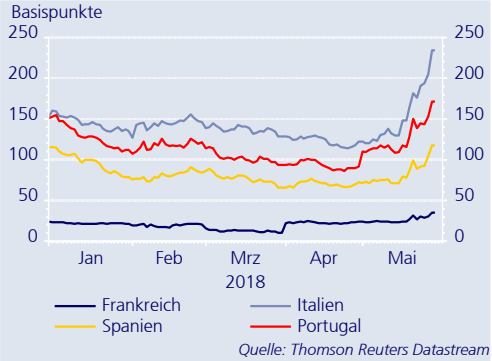
Hintergrund sind die Markterwartungen, dass die Fed ihren geldpolitischen Straffungskurs stärker anziehen oder länger fortsetzen könnte/müsste als bislang erwartet, deutlich gestiegen.

Ein Gegengewicht zu den renditetreibenden Effekten hätten wiederum durchaus die jüngsten politischen Ereignisse bilden können. Die Aufkündigung des Atomabkommens mit dem Iran, der durch die Verlegung der US-Botschaft von Tel Aviv nach Jerusalem zusätzlich befeuerte Nahost-Konflikt, das Hin und Her bezüglich eines möglichen Treffens zwischen US-Präsident Donald Trump und dem nordkoreanischen Machthaber Kim Jong Un – jedes Ereignis für sich genommen hätte die Nachfrage nach als sicher geltenden US-Staatsanleihen nach oben treiben und den Renditeanstieg begrenzen oder gar umkehren können. Jedoch zeigten sich die Marktakteure von den fortdauernden politischen Sorgen weitestgehend unbeeindruckt, so dass die Aufwärtsverschiebung des US-Renditeniveaus gut untermauert erscheint. Auf Jahressicht erwarten wir noch einen weiteren moderaten Anstieg der Rendite 10-jähriger Treasuries auf 3,25%.

Politische Querelen in Italien unterstützen deutschen Rentenmarkt

Ein Anstieg oder zumindest eine Bestätigung des Ende April erreichten Renditeniveaus hierzulande wäre vor dem Hintergrund der Entwicklung in den USA keine Überraschung gewesen. Und zunächst kam es auch so: Mitte Mai lag die Rendite 10-jähriger Bunds noch auf ihrem Niveau zum Zeitpunkt unserer letzten Ausgabe der „Perspektiven“, bevor der eingangs beschriebene, kräftige Rückgang einsetzte. Obwohl die schwächeren Konjunkturdaten hierbei sicherlich eine Rolle gespielt haben, ist der Hauptgrund für den Rücksetzer mit der Unsicherheit im Zuge der italienischen Regierungsbildung schnell gefunden. Die erst kurz vor der Ziellinie gescheiterte Koalition zwischen ausschließlich populistischen, EU(ro)-kritischen Parteien hatte eine ausgeprägte Flucht in den sicheren Hafen deutscher Staatsanleihen zur Folge. Die deutliche Renditespread-Ausweitung von

Deutliche Ausweitung der Peripherie-Spreads in der Eurozone

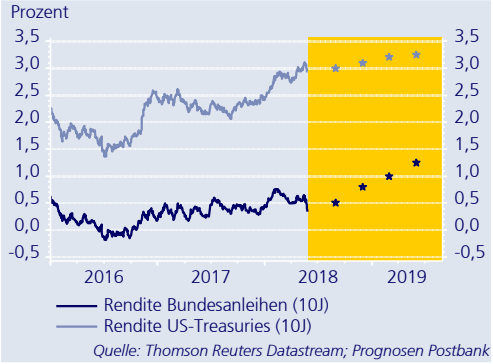


Quelle: Thomson Reuters Datastream

EWU-Peripherieanleihen gegenüber Bunds – neben Italien wurden nicht nur Portugal und Spanien, sondern sogar auch Frankreich in Mitleidenschaft gezogen – ging damit sowohl auf steigende Risikoprämien in der Peripherie als auch auf nachgebende Renditen hierzulande zurück. Aktuell liegt der Spread 10-jähriger italienischer Anleihen gegenüber Bunds immerhin auf dem höchsten Stand seit 2013. Auch wenn die Rekordstände von über 500 Basispunkten aus der Zeit der EWU-Staatsschuldenkrise noch weit entfernt sind – entsprechende Befürchtungen machen sich hier durchaus bemerkbar.

An Stelle der Sorgen vor einer populistischen, den italienischen Staatshaushalt weiter belastenden Regierung ist nach der gescheiterten Regierungsbildung nunmehr die Sorge vor weiteren Monaten der Richtungslosigkeit in der italienischen Politik getreten, bevor Neuwahlen möglicherweise die 65. Regierung seit Ende des 2. Weltkriegs hervorbringen. Eine wesentliche Entspannung der Risikoprämien für Anleihen Italiens erscheint vor diesem Hintergrund aktuell wenig wahrscheinlich. Im Gegenzug dürften Bundesanleihen zumindest kurzfristig gut unterstützt bleiben, bis die Italien-bezogenen Sorgen an den Rentenmärkten wieder in den Hintergrund treten. Dies dürfte unseres Erachtens spätestens dann der Fall sein, wenn das Ende der Anleiheankäufe durch die EZB in der zweiten Jahreshälfte näher rückt und sich die Erwartungen auf eine weitere geldpolitische Straffung in Form von Leitzinsanhebungen verfestigen. Den Entwicklungen in Italien

Aufwärtspotenzial für Renditen auf Jahressicht



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Prognosen Postbank

trauen wir dabei kaum das Potenzial zu, die EZB von ihrem avisierten Kurs abzubringen. Da wir den aktuellen Renditerückgang am hiesigen Rentenmarkt zudem für etwas überzogen halten, rechnen wir spätestens in der zweiten Jahreshälfte wieder mit einem kräftigeren Anziehen der Bundrendite, die auf Jahressicht ein Niveau von 1,25% erreichen sollte. Sollte die weitere Entwicklung in Italien allerdings zu einer nachhaltigen Wiederentflammung der Vertrauenskrise im Euroraum führen, müssten zukünftig gänzlich andere Renditeniveaus in Betracht gezogen werden.

Dr. Lucas Kramer

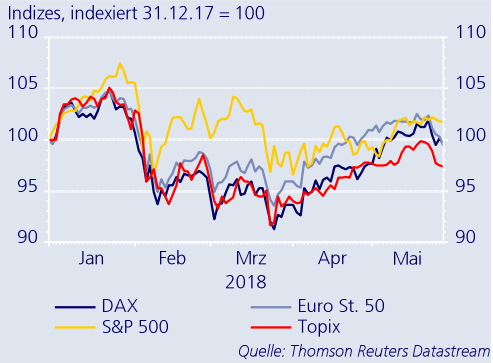
Prognosen Postbank

	28.05.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen *in %*			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	1,50-1,75	1,75-2,00	2,50-2,75
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,50	0,50	0,50
Renditen 10 Jahre *in %*			
Bunds	0,34	0,50	1,25
US-Treas.	2,93	3,00	3,25
Jap. JGBs	0,04	0,05	0,05
Brit. Gilts	1,32	1,50	1,80
Spreads ggü. Bunds *in Basispunkten*			
10j. Swap	56	45	35
EWUNon-Fin.	87	80	80

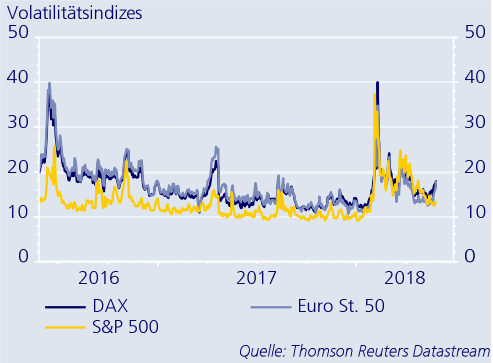
Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt: Unruhige Börsenfahrt dauert an

DAX & Co. streben im bisherigen Jahresverlauf volatil seitwärts



Politische Unsicherheit in Italien lastet auch auf der Stimmung



Mögliche US-Einfuhrzölle von bis zu 25 Prozent auf Autos verderben Investoren die Laune

Im bisherigen Jahresverlauf weist der Standard & Poor's 500 die beste Performance der vier von uns analysierten internationalen Leitindizes auf. Sein Kursplus ist mit 1,8% zwar überschaubar, aber die drei anderen Leitindizes weisen alle einen Kursrückgang im Vergleich zu ihrem jeweiligen Indexniveau vom Jahreswechsel 2017/18 auf: DAX (-0,4%), Euro Stoxx 50 (-0,6%) sowie Topix (-2,6%). Insgesamt ist die bisherige Kursentwicklung der Leitindizes von einer gewissen Schwankungsintensität geprägt. Dies trifft besonders auf DAX, Euro Stoxx 50 und Topix zu. Dahingegen kann man die Kursentwicklung des S&P 500 schon beinahe als „in engen Bahnen seitwärts" bezeichnen. Nach unserer Einschätzung sind zwei Faktoren maßgeblich für die im Vergleich zum US-Index unruhigere Fahrt von DAX & Co. verantwortlich: US-Präsident Donald Trump sowie die US-Notenbank.

Erstgenannter besticht spätestens seit seiner Amtseinführung durch seine mediale Omnipräsenz. Wie kein Präsident vor ihm kommuniziert er am laufenden Band mit der Öffentlichkeit über die sozialen Medien. Die Themen, die er in seinen Tweets angeht, haben zudem häufig - schon alleine durch die deutliche, ihm eigene Rhetorik - das Potenzial um für eine gewisse Verwirrung auf dem internationalen Parkett zu sorgen. Aktuell sorgte er beispielsweise mit Äußerungen zu einem möglichen Treffen mit Kim Jong Un für Irritationen und mit der Androhung von Importzöllen von bis zu 25 Prozent auf Automobile schickte er DAX, Euro Stoxx 50 sowie Topix auf Talfahrt. Die Fed ist die einzige der renommierten internationalen Notenbanken, die sich inzwischen auf einem klaren Zinserhöhungspfad befindet. Dies hat Ende Januar dieses Jahres zu Irritationen bei einigen Marktteilnehmern und entsprechenden Kursausschlägen geführt. Inzwischen haben aber viele Investoren erkannt, dass steigende Notenbankzinsen signalisieren, dass die Fed die US-Wirtschaft unverändert auf einem guten und soliden Wachstumspfad sieht. Ein klares Argument in US-Firmen investiert zu sein. Zusätzlich lastet aktuell die politische Unsicherheit in Italien in einem erheblichen Umfang auf der Stimmung der Investoren in den europäischen Börsensälen.

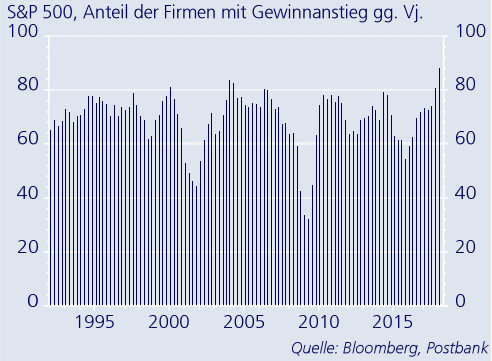
Da vor allem Donald Trump keinerlei Anstalten macht, seine mediale Präsenz zu reduzieren bzw. seine Rhetorik zu ändern, gehen wir davon aus, dass die mehr oder weniger volatile Börsenfahrt der ersten fünf Monate dieses Jahres auch im weiteren Verlauf Bestand haben wird. Prozentual zweistellige Renditen, wie sie 2017 S&P 500, Topix und auch der DAX erzielten, erwarten wir für 2018 nicht.

US-Firmen mit deutlichem Gewinnsprung im 1. Quartal

In den USA ist die Berichtssaison der Firmen zu ihrem Geschäftserfolg im 1. Kalenderquartal 2018 so gut wie abgeschlossen. Inzwischen haben fast alle im S&P 500 notierten Unternehmen Einblick in ihre Bücher gewährt. Wie gewohnt haben die Firmen mit klaren Mehrheiten die Konsensprognosen der Analysten für den Gewinn je Aktie bzw. den Umsatz geschlagen. Drei Viertel übertrafen die Gewinn- und zwei Drittel die Umsatzschätzung. Für viele Analysten war es offenbar schwierig, den positiven Effekt der US-Steuerreform auf die GuV zu quantifizieren. Dies würde den höheren Anteil an Unternehmen erklären, die den Konsens für den Gewinn je Aktie im Vergleich zum Umsatz übertroffen haben. Wie gewohnt, richten wir unsere Analyse aber stärker auf die Entwicklung der harten Fakten. Nahezu 90 Prozent der Firmen steigerte den eigenen Gewinn je Aktie im Vergleich zum Vorjahresquartal. Dies ist der stärkste Wert in unserer bis 1993 zurückreichenden Datenhistorie. Auf aggregierter Basis steht für den S&P 500 momentan ein Gewinnplus von mehr als 25 Prozent zu Buche. Nach unserer Ansicht ist dieser Zuwachs aber nicht in Gänze der Steuerreform geschuldet. Denn die Unternehmen konnten uns ebenfalls mit ihren Umsätzen überzeugen. 86 Prozent erlösten mehr als im Vorjahresquartal und auf aggregierter Basis steht für den S&P 500 ein Erlösplus von knapp acht Prozent zu Buche. Unter Berücksichtigung dieses Umsatzwachstums kalkulieren wir, dass operatives Geschäft und Steuerreform im Verhältnis eins zu zwei zum Gewinnanstieg beigetragen haben dürften. Nach unserer Einschätzung werden die Unternehmen diese Gewinndynamik in den kommenden Quartalen aber nicht in diesem Ausmaß beibehalten können.

In der Eurozone und in Deutschland fällt unser Fazit nicht so positiv aus. Lediglich bei der Gewinnentwicklung konnten uns die Firmen überzeugen. Denn mehr als die Hälfte erreichte eine Verbesserung im Vergleich zum Vorjahresquartal. Allerdings erlösten jeweils rd. zwei Drittel der im DAX

US-Firmen mit ‚goldenem' Quartal



bzw. Euro Stoxx 50 gelisteten Unternehmen weniger als vor Jahresfrist.

Am Kabutocho berichteten die im Topix gelisteten Firmen jeweils mehrheitlich über Gewinn- und Umsatzzuwächse ggü. dem Vorjahr.

Auf Jahressicht ist Kurspotenzial gegeben

Auch wenn nach unserer Einschätzung die volatile Börsenfahrt im weiteren Jahresverlauf ihre Fortsetzung finden wird, sind wir für die Kursentwicklung auf Jahressicht dennoch zuversichtlich. Die Marktteilnehmer werden lernen, mit der ungewohnten Art und Weise von Donald Trump umzugehen und wie schon oft in der Vergangenheit werden auch die steigenden Renditen ihren Schrecken als Konkurrenz für den Aktienmarkt verlieren. Fundamental ist die Welt unverändert in Ordnung. Alle vier Indizes dürften für dieses und auch das kommende Jahr mit steigenden Gewinnen aufwarten können. Dies eröffnet zumindest auf Jahressicht Kurspotenzial.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	28.05.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.863	13150-13350	13900-14100
Euro St. 50	3.483	3500-3700	3700-3900
S&P 500	2.721	2700-2800	2850-2950
Topix	1.770	1775-1875	1875-1975

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen Juni 2018

Zinsen *in %*	**28.05.**	**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
Euroraum					
Refisatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30	-0,20
2-j. Bunds	-0,67	-0,60	-0,50	-0,40	-0,30
10-j. Bunds	0,34	0,50	0,80	1,00	1,25
USA					
Fed Funds Rate	1,50-1,75	1,75-2,00	2,00-2,25	2,25-2,50	2,50-2,75
3-Monats-Libor	2,32	2,45	2,70	2,90	3,05
2-j. Treasuries	2,48	2,50	2,70	2,90	3,05
10-j. Treasuries	2,93	3,00	3,10	3,20	3,25
EUR/USD-Spreads *in Basispunkten*					
3-M-Geld: Euribor ./. USD-Libor	-264	-275	-300	-320	-325
10 J.: Bunds ./. Treasuries	-259	-250	-230	-220	-200
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05
UK					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,32	1,50	1,60	1,70	1,80
Swap/Credit Spreads *in Basispunkten*	**28.05.**	**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
10-j. Swaps ./. Bunds	56	45	35	35	35
5-j. Pfandbriefe ./. Swaps	-15	-15	-15	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./. Bunds	87	80	75	75	80
US Corporates B-BB-Rated ./. Treasuries	305	300	300	300	320
Wechselkurse	**28.05.**	**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
US-Dollar (EUR/USD)	1,1629	1,18	1,22	1,25	1,28
Japanischer Yen (EUR/JPY)	127,24	130	132	134	136
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8735	0,90	0,90	0,91	0,93
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1553	1,18	1,20	1,23	1,25
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,4417	7,70	8,00	8,10	8,20
Commodities	**28.05.**	**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
Rohöl Brent Spot ($/Barrel)	74,69	75	70	70	70
Gold Spot ($/Feinunze)	1.298	1.300	1.300	1.275	1.275

Aktien	**28.05.**	**KGV**		**Kursziel**	
		2018e	**2019e**	**in 3 Monaten**	**in 12 Monaten**
DAX	12.863	13,1	12,1	13150-13350	13900-14100
Euro Stoxx 50	3.483	13,7	12,5	3500-3700	3700-3900
Standard & Poor's 500 *	2.721	17,2	15,7	2700-2800	2850-2950
Topix	1.770	12,8	12,2	1775-1875	1875-1975

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen Juni 2018

	BIP, real								**BIP, real**			**Inflationsrate**		
	in % ggü. Vq., sb.								*in % ggü. Vj.*			*in %*		
	2018				**2019e**				**2017**	**2018e**	**2019e**	**2017**	**2018e**	**2019e**
	Q1	**Q2e**	**Q3e**	**Q4e**	**Q1**	**Q2**	**Q3**	**Q4**						
Deutschland	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	2,2	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Euroraum	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	2,4	2,1	1,7	1,5	1,6	1,6
USA	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	2,3	2,8	2,7	2,1	2,6	2,2
Japan	-0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,7	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7