

Perspektiven 2019

- **Editorial: Ende des Booms, aber nicht des Aufschwungs**

- **Konjunktur 2019: Globales Wachstum bleibt solide, Risiken haben aber deutlich zugenommen**
 - Deutschland: Die Konjunktur verliert an Kraft
 - Euroraum: BIP-Wachstum wird auf 'Normalmaß' gestutzt
 - USA: Noch keine Anzeichen für ein Auslaufen des Aufschwungs

- **Rentenmarkt 2019: Geldpolitische Trendwende im Euroraum**
 - Zäsur in der EZB-Geldpolitik
 - Geldpolitische Kontinuität in den USA
 - Moderater Spielraum für höhere Renditen
 - Keine weiteren Spreadausweitungen bei Unternehmensanleihen

- **Währungen 2019: Moderates Aufwärtspotenzial für den Euro**
 - Kein gutes Jahr 2018 für den Euro – jedoch keine breit angelegte Schwäche
 - Endet 2019 die Dominanz politischer Themen an den Devisenmärkten?
 - EZB-Geldpolitik stützt 2019 den Euro

- **Aktienmarkt 2018: Zunächst noch Schaukelbörse, ab Sommer aufwärts**
 - 2018 – Kein einfaches Jahr für Aktionäre
 - Handelskonflikte, Brexit, Haushaltsstreit – Risiken en masse
 - Dividenden sprechen vor allem in Deutschland und Japan weiterhin für ein Engagement in Aktien
 - Steigende Unternehmensgewinne eröffnen Kurspotenzial für 2019

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: 4. Dezember 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.

Ende des Booms, aber nicht des Aufschwungs

Sehr geehrte Damen und Herren,

2018 hat der Gegenwind für Konjunktur und Märkte kräftig zugenommen. Zahlreiche politische Krisen schwelten weiter und neue, wie der Streit um den Staatshaushalt Italiens, kamen hinzu. Der US-Präsident hat seinen protektionistischen Kurs mit der Einführung von Strafzöllen gegen China fortgesetzt. Negative wirtschaftliche Folgen der US-Handelspolitik sind bereits spürbar. Neben der chinesischen leidet zunehmend auch die US-Wirtschaft unter den höheren Zöllen. Teilweise als Folge von Vergeltungszöllen der Chinesen oder aber, weil sich das Preisniveau in den USA wegen der Strafzölle erhöht hat. Auch europäische Hersteller, die in den USA produzieren, sind hiervon betroffen. Auf dem jüngsten G20-Gipfel gab es Anzeichen für eine mögliche Entspannung im Handelsstreit zwischen USA und China. Auch die politische Absichtserklärung zwischen Trump und EU-Kommissionspräsident Juncker, ein Freihandelsabkommen abzuschließen, lässt hoffen. Die Gefahr eines weiter eskalierenden Handelsstreits ist aber noch nicht gebannt. Auch wegen der sehr unterschiedlichen Interessenlage der einzelnen EU-Staaten sind die Verhandlungen über den Abbau von Zöllen mit den USA noch nicht substantiell vorangekommen.

Zumindest formal etwas weiter fortgeschritten sind die Verhandlungen zwischen der EU und Großbritannien über den bevorstehenden Austritt des Königreichs aus der Union. Ob Ende März 2019 ein harter Brexit droht, entscheidet sich wahrscheinlich Mitte Dezember im britischen Parlament. Stimmen die Abgeordneten dem Austrittsvertrag zu, haben die Verhandlungspartner zumindest noch bis Ende 2020 Zeit, die künftigen Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien zu verhandeln. Während dieser Zeit bliebe Großbritannien in der Zollunion und im Binnenmarkt. Das Szenario eines harten Brexit wäre damit aber nur verschoben, ganz vom Tisch wäre es noch nicht. Nicht auszuschließen ist auch, dass es in

Großbritannien zu Neuwahlen oder einem zweiten EU-Referendum kommt, wenn der Austrittsvertrag nicht die notwendige Mehrheit im britischen Parlament findet. Langfristige Planungssicherheit für Unternehmen sieht anders aus.

Als ein großer Belastungsfaktor für die deutsche Konjunktur erwies sich 2018 die Anwendung eines neuen Abgastestverfahrens (WLTP) für Fahrzeuge. Massive Verzögerungen bei der Zulassung neuer Fahrzeuge führten zu einem Einbruch der Absatz- und Produktionszahlen im dritten Quartal. Dies war auch der Hauptgrund für den Rückgang des BIP in Deutschland in den Sommermonaten. Die Ursache für das schwächere BIP-Wachstum alleine auf politische Risiken und den Sonderfaktor WLTP zu schieben, wäre aber zu kurz gesprungen. Durch kräftige Lohnanstiege, eine Folge des hohen Beschäftigungsgrades und wachsenden Fachkräftemangels, hat sich die relative Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen in den vergangenen Jahren verschlechtert. In Zukunft werden zudem auch die Lohnnebenkosten wieder stärker ansteigen, da die Bundesregierung den Unternehmen mit der Rückkehr zur paritätischen Finanzierung in der Gesetzlichen Krankenversicherung und der Schaffung der Brückenteilzeit höhere Lasten aufbürdet. Deutschland ist auf dem besten Weg, die im Zuge der Agenda 2010 erzielten Wettbewerbsvorteile zu verspielen. Gleichwohl spricht einiges dafür, dass die genannten Belastungen den Konjunkturaufschwung zwar bremsen, ihn aber nicht beenden werden. Mit 1,3% dürfte das BIP-Wachstum in Deutschland 2019 immer noch ein ordentliches Niveau erreichen.

Auch in den USA dürfte die Konjunkturdynamik im neuen Jahr an Fahrt verlieren. In der Wirtschaft herrscht annähernd Vollbeschäftigung. Dies dürfte die Lohnkosten weiter nach oben treiben. Gleichzeitig sollten die Wachstumseffekte der Steuerreform im Verlauf von 2019 langsam auslaufen. Neue fiskalische Impulse wird es



Dr. Marco Bargel,
Chefvolkswirt Postbank

wohl kaum geben, da sich der US-Präsident nach den Zwischenwahlen einer oppositionellen Mehrheit im Repräsentantenhaus gegenübersteht. Auch die deutlich weniger expansive Geldpolitik in den USA wirkt zunehmend konjunkturdämpfend, so dass die Wachstumsraten im Verlauf von 2019 allmählich abnehmen dürften.

Im Euroraum ist die Geldpolitik noch weit von einem restriktiven Kurs entfernt. Ganz im Gegenteil: Bis zuletzt hat die EZB ihre Nettoanleihekäufe fortgesetzt und damit für eine weitere Lockerung der Geldpolitik gesorgt. Immerhin dürfte sie den Nettoerwerb von Anleihen Anfang 2019 einstellen. Sie bleibt aber weiter am Markt aktiv, da sie zuvor erworbene, auslaufende Anleihen bis auf weiteres durch neue ersetzen wird. Mit einer ersten Leitzinserhöhung wird sie sich nach eigenem Bekunden noch bis mindestens Herbst 2019 Zeit lassen. Gut möglich, dass die EZB den besten Zeitpunkt für einen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik bereits verpasst hat. Auch wenn sie riskiert, durch ein Zurückfahren ihrer Maßnahmen einen möglichen Konjunkturabschwung zu verstärken, so muss sie die Trendwende in der Geldpolitik dennoch dringend einleiten. Andernfalls steigt das mit einer langanhaltenden Niedrigzinspolitik verbundene Risiko einer Blasenbildung an den Märkten weiter an. Hinzu kommt, dass der Inflationsdruck gegen Ende eines Konjunkturzyklus tendenziell zunimmt. Handelt eine Notenbank nicht rechtzeitig, sind ein Überschießen der Inflation und eine Verfehlung des Stabilitätsziels wahrscheinlich.

Zahlreiche politische Risiken, ein steigendes Zinsniveau in den USA und die Sorge vor einem Ende des Konjunkturaufschwungs haben 2018 die Risikobereitschaft der Investoren immer wieder auf die Probe gestellt. In der Folge sind die Kurse in vielen Marktsegmenten eingebrochen. Die Aktienmärkte zählen auf breiter Basis zu den Verlierern des vergangenen Jahres. Aber auch Unternehmensanleihen und das bonitätsschwache Segment der High Yields mussten zeitweise kräftig Federn lassen; Anleihen der EU-Peripheriestaaten litten unter dem Streit um den neuen italienischen Staatshaushalt. Trotz aller Risiken

blieb ein Ausverkauf an den Märkten aber aus. Dies dürfte den immer noch relativ guten fundamentalen Rahmenbedingungen zu verdanken sein. Der Konjunkturaufschwung verliert zwar an Kraft, dürfte aber noch einige Zeit anhalten. Die Unternehmensgewinne sollten 2019 wieder etwas stärker steigen. Dies schafft Kurspotenzial für Aktien, die nach den jüngsten Kurseinbrüchen nun wieder eher günstig bewertet sind. Außerdem bleiben die Zinsen vor allem im Euroraum 2019 noch sehr niedrig, so dass Investoren weiterhin nach Alternativen zu den relativ unattraktiven, zinstragenden Anlageformen suchen werden.

Am Immobilienmarkt scheint der Aufwärtstrend bisher ungebremsst. Die Preise von Wohnimmobilien sind in den vergangenen 10 Jahren deutschlandweit um knapp 50% gestiegen, in den großen Metropolen betrug der Preiszuwachs sogar rund 80%. Auch wenn sich die Preisanstiege an einzelnen Standorten wegen des bereits sehr hohen Niveaus 2019 nicht in gleichem Maße fortsetzen dürften, so ist ein Ende des Aufwärtstrends für Deutschland insgesamt nicht so schnell zu erwarten. Die Belastung von Privathaushalten mit Zins- und Tilgungszahlungen hat trotz höherer Kreditvolumina nur leicht zugenommen und liegt – gemessen am verfügbaren Einkommen – noch immer deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Wohnimmobilien bleiben an vielen Standorten dementsprechend finanzierbar. Hinzu kommt, dass in Deutschland nach wie vor zu wenig neuer Wohnraum produziert wird. Die von der Bundesregierung beschlossenen Maßnahmen dürften hier nur zum Teil für Entlastung sorgen.

Ihr

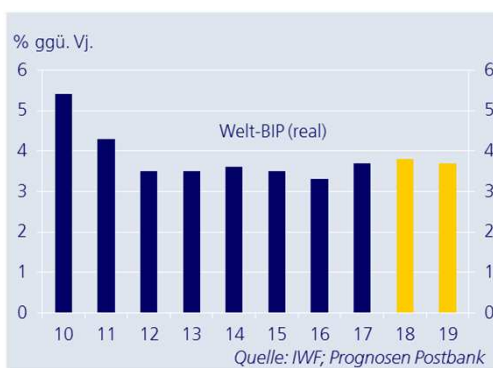


Konjunktur 2019: Globales Wachstum bleibt solide, Risiken haben aber deutlich zugenommen

Die globale Konjunktur entwickelte sich im zu Ende gehenden Jahr weitgehend wie erwartet. Das Welt-BIP expandierte voraussichtlich um 3,8% nach 3,7% im Vorjahr. Die etwas höhere Wachstumsdynamik war auf eine leichte konjunkturelle Beschleunigung in den Industrieländern zurückzuführen, während der Anstieg der Wirtschaftsleistung in den Emerging Markets konstant blieb. Dennoch konnte 2018 nicht restlos überzeugen. Gab es zu Jahresbeginn nämlich noch Anzeichen einer spürbar zunehmenden Dynamik der Weltwirtschaft, so zeigten sich im Jahresverlauf Bremsspurten der vielfältigen Konflikte und Risiken auf internationaler Ebene.

Die Zunahme des Wachstumstempos in den Industrieländern um etwa 0,1 Prozentpunkte auf 2,4% war fast ausschließlich den USA zu verdanken. In Europa sowie in Japan schwächte sich der Aufschwung dagegen ab. Im Euroraum machten sich die internationalen Belastungsfaktoren, wie z.B. die Handelsstreitigkeiten, negativ bemerkbar. Hinzu kamen hausgemachte Probleme wie der Etatstreit Italiens mit der EU oder die Schwierigkeiten der deutschen Autoindustrie mit einem neuen Verfahren zur Abgasprüfung, die für Verunsicherung sorgten und teilweise auch die Produktion unmittelbar bremsen. Bemerkenswerterweise war der Wachstumsrückgang in UK trotz der Brexit-Problematik weniger ausgeprägt als in der EWU.

Globale Wachstumsdynamik sollte sich leicht abschwächen



In den Schwellenländern lag das aggregierte BIP-Wachstum 2018 mit schätzungsweise 4,9% auf dem Niveau des Vorjahres. Dabei erhöhte sich der Zuwachs in den Emerging Markets Asiens sogar leicht auf 6,2%. Zwar ermäßigte sich das BIP-Plus Chinas erwartungsgemäß von 6,9% auf 6,6%. Dem stand aber eine außerordentlich kräftige Wachstumsbeschleunigung von 6,2% auf 7,6% in Indien gegenüber. Das, gemessen an der Zahl der Einwohner, derzeit noch zweitgrößte Land der Welt mausert sich damit immer mehr zum globalen Wachstumsstar. Auch auf anderen Kontinenten blieb das Wachstum der Emerging Markets relativ konstant. Die Ausnahme bildeten die europäischen Schwellenländer. Deren aggregierte Wirtschaftsleistung stieg 2018 nur noch um knapp 4% nach 6,0% im Vorjahr. Einen maßgeblichen Einfluss hierauf hatte der Konjunkturinbruch in der Türkei.

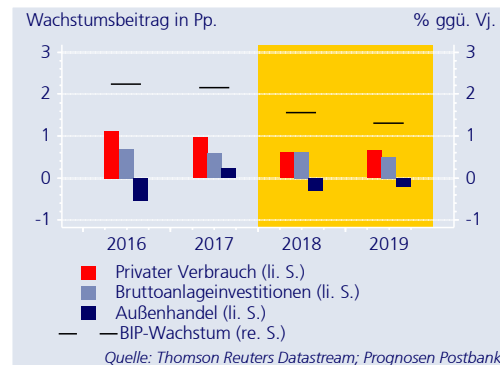
Für 2019 rechnen wir mit einem erneut soliden Wachstum der Weltwirtschaft. Jedoch sind die Abwärtsrisiken vergleichsweise hoch. Unsicherheit geht vor allem von einer potenziellen Eskalation der internationalen Handelskonflikte aus. Europa könnte von einem harten Brexit getroffen werden. Eine Verschlechterung der internationalen Finanzierungsbedingungen, z.B. infolge kräftiger US-Leitzinserhöhungen, würde wohl insbesondere die Emerging Markets belasten. Sofern sich diese Risiken nicht in größerem Umfang materialisieren, gehen wir aber nur von einer moderaten Wachstumsabschwächung in den Industrieländern und hierunter insbesondere in Europa aus. In den Emerging Markets dürfte die Dynamik dagegen stabil bleiben. Die wachstumsstärkste Ländergruppe werden wohl erneut die asiatischen Schwellenländer bilden. Zugleich dürfte eine weitere Dämpfung in den Emerging Markets Europas durch eine konjunkturelle Belebung in Lateinamerika, hierunter insbesondere Brasilien, kompensiert werden. In der Summe erwarten wir einen leichten Rückgang des globalen BIP-Wachstums auf 3,7%.

Deutschland: Die Konjunktur verliert an Kraft

Die deutsche Wirtschaft präsentierte sich im 1. Halbjahr 2018 mit Quartalswachstumsraten von 0,4% im 1. Quartal bzw. 0,5% im 2. Quartal noch sehr solide. Die Konjunktur trotzte damit den dunkleren Wolken, die sich insbesondere infolge der internationalen Handelskonflikte oder auch des zunehmenden Risikos eines No-Deal-Brexits am Horizont zusammenbrauten. Im 3. Quartal folgte dann aber ein Rückschlag. Das BIP schrumpfte gegenüber der Vorperiode um 0,2%. Besonders schmerzhaft war dabei ein außergewöhnlich starker, negativer Impuls vom Außenhandel, der die Wachstumsrate gleich um einen vollen Prozentpunkt nach unten drückte, weil deutlich schrumpfenden Exporten kräftig steigende Importe gegenüber standen. Dies war aber nur teilweise der Moderierung der globalen Nachfrage oder der Verunsicherung durch die internationalen Handelskonflikte zuzuschreiben. Einen wesentlichen Einfluss hatte vielmehr ein hausgemachtes Problem. Die deutsche Autoindustrie hatte Schwierigkeiten mit einem neuen Testverfahren zur Abgasmessung. Hieraus ergab sich ein Zertifizierungsstau, der den Export augenscheinlich beeinträchtigt hat. Davon betroffen war überdies der private Verbrauch, zumal sich die Bundesbürger aufgrund der Dieselpolitik mit Autokäufen zuletzt ohnehin zurückhielten. Der ungewöhnlich heiße Sommer tat ein Übriges, da er die Lust dämpfte, sich neue Bekleidung zuzulegen. In der Summe hatten diese Entwicklungen dann auch einen kräftigen, überwiegend wohl unfreiwilligen Lageraufbau zur Folge.

Die Entwicklungen im 3. Quartal werfen die Frage auf, ob es sich um den Beginn einer ausgeprägten konjunkturellen Schwächephase handelt oder ob es nachfolgend zu einem kräftigen, positiven Rückprall kommt. Letzteres wäre nichts Ungewöhnliches, sofern sich die Ursachen der temporär dämpfenden Faktoren verflüchtigen würden und es gleichzeitig zur Befriedigung eines aufgestauten Bedarfs käme. Wir rechnen allerdings weder mit dem einen noch mit dem anderen. Gegen eine ausgeprägte Schwächephase

Außenhandel belastet das Wirtschaftswachstum



sprechen die Stimmungsindikatoren. Diese haben zwar in den letzten Monaten nachgegeben, befinden sich aber weiterhin auf Niveaus, die für eine Fortsetzung des Wachstums sprechen, wenn auch mit gebremstem Schaum. Auf der anderen Seite dürfte sich die Nachfrage, insbesondere nach Autos, zwar wieder beleben. Der zuletzt erhebliche Lageraufbau spricht aber dagegen, dass sich dies kurzfristig in einer deutlich steigenden Produktion niederschlagen wird. Dezentale Nachholeffekte bei insgesamt nachlassenden konjunkturellen Auftriebskräften sprechen unserer Einschätzung nach für ein moderates Wachstum um die Jahreswende 2018/2019 herum.

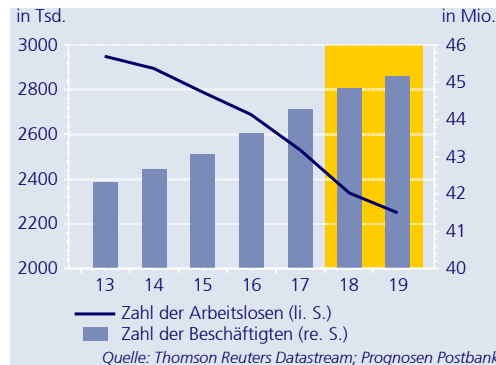
Insgesamt konnte 2018 die zu Jahresbeginn gehegten, hohen Erwartungen nicht erfüllen. Aufgrund des schlechten 3. Quartals reduzieren wir unsere BIP-Wachstumsprognose nochmals auf jetzt 1,6%. Dabei hat der Außenhandel die Rate wohl um 0,3 Prozentpunkte gedrückt, weil sich die Exportdynamik infolge einer nachlassenden externen Nachfrage in Kombination mit den jüngsten Lieferproblemen deutlich abgeschwächt hat. Der private Verbrauch hat voraussichtlich nur um 1,1% zugelegt. Dies ist das schwächste Wachstum seit dem Jahr 2013, obwohl sich der Arbeitsmarkt ausgesprochen positiv entwickelt hat. Die Zahl der Erwerbstätigen ist das dritte Jahr in Folge um rund 0,6 Mio. auf im Jahresdurchschnitt schätzungsweise 44,8 Mio. gestiegen, während die Arbeitslosenquote von 5,7% auf 5,2% gesunken ist. Hieraus resultierte bei zugleich

spürbaren Lohn- und Gehaltssteigerungen eine deutliche Zunahme der verfügbaren Einkommen. Es hätte somit durchaus Potenzial für eine stärkere Ausweitung der privaten Konsumausgaben bestanden. Jedoch haben es die Bundesbürger vorgezogen, deren Zuwachs im Jahresverlauf sukzessive zurückzuschrauben und stattdessen mehr auf die hohe Kante zu legen. Die Sparquote ist 2018 sehr deutlich um schätzungsweise 0,6 Prozentpunkte auf 10,4% gestiegen, ihr höchstes Niveau seit dem Jahr 2008. Überzeugen konnte 2018 die Investitionstätigkeit. Bei den Ausrüstungen veranschlagen wir den Zuwachs auf kräftige 4,5%, bei den Bauinvestitionen auf 3,2%. Ein starker Impuls ist dabei von den Wohnungsbauinvestitionen ausgegangen. Deren Wachstum schätzen wir auf 4,1%. Unter Einberechnung der Sonstigen Anlagen legten die Bruttoanlageinvestitionen 2018 um 3,1% zu, eine Größenordnung, die eigentlich zu einem sehr soliden Aufschwung passt.

Die Aussichten für das kommende Jahr sind ungewöhnlich unsicher, obwohl die Grundverfassung der deutschen Wirtschaft unverändert gut ist. Es droht kein Gegenwind von der Finanzpolitik, die eher sogar etwas expansiver wird. Eine nachhaltige Straffung der Geldpolitik lässt auch noch auf sich warten. Der Euro hat gegenüber den wichtigsten Währungen zuletzt nachgegeben, so dass die Exporttätigkeit von dieser Seite nicht belastet werden sollte. Last but not least sollten sich Lohnsteigerungen, die sich in der Größenordnung des nominalen BIP-Wachstums bewegen, weder angebots- noch nachfrage-seitig als Wachstumsbremse erweisen.

Risiken drohen hingegen von der internationalen Seite. Eine Eskalation der Handelskonflikte, ein harter Brexit, eine Verschärfung des Haushaltsstreits zwischen Italien und der EU, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Schwellenländer, etc. könnten die deutsche Exportwirtschaft hart treffen und ggf. auch rasch auf die Investitionstätigkeit hierzulande durchschlagen. Wir halten allerdings an der Erwartung fest, dass sich diese Risiken nicht in größerem Umfang materialisieren. Gleichwohl dürfte der Außenhandel das

Aufwärtstrend am Arbeitsmarkt setzt sich 2019 leicht gebremst fort



Wachstum auch 2019 belasten. Die Verunsicherung, die von der Vielzahl der Risiken ausgeht, dämpft den Welthandel und ist vor allem negativ für die Investitionstätigkeit auf globaler Ebene. Der Export hochwertiger Maschinen und Anlagen ist aber gerade die größte Stärke der deutschen Wirtschaft, die sie in diesem Umfeld nicht voll umfänglich ausspielen können. Wir rechnen daher mit einem erneut nur mäßigen Wachstum der Exporte um 2,6% und einem negativen Beitrag des Außenhandels in Höhe von 0,2 Prozentpunkten zum BIP-Wachstum.

Die eingeschränkten Exportaussichten dürften tendenziell auch die Ausrüstungsinvestitionen belasten, so dass deren Wachstum wohl zurückgehen wird. Hinsichtlich der Bauinvestitionen wiederum sehen wir angesichts des nach wie vor bestehenden Mangels an Wohnungen sowie der komfortablen finanziellen Lage der öffentlichen Hand immer noch erhebliches Aufwärtspotenzial. Dieses wird aber 2019 wohl nicht ausgeschöpft, da die Bauwirtschaft zunehmend mit Kapazitätsengpässen zu kämpfen hat. Auch hier gehen wir deshalb von einer Dämpfung des Zuwachses aus. In der Summe erwarten wir aber eine nochmalige Steigerung der Bruttoanlageinvestitionen um 2,4%, die damit ein wichtiger Wachstumsträger bleiben würden.

Die Investitionstätigkeit ist zudem wichtig für den Arbeitsmarkt. Diesen sehen wir aber schon alleine aufgrund des hohen Bestandes an unbesetzten Stellen weiterhin

im Aufwärtstrend. Der Stellenzuwachs dürfte jedoch durch einen sich verstärkenden Mangel an gut ausgebildeten Fachkräften gebremst werden. Wir rechnen deshalb für 2019 nur noch mit einem Anstieg der Zahl der Erwerbstätigen um 320 Tsd. Die Arbeitslosenquote sollte moderat von 5,2% auf 5,0% sinken. Bei vergleichbaren Lohn- und Gehaltszuwächsen wie 2018 ergäbe sich hieraus ein schwächerer Impuls für die Einkommensentwicklung. Dem stehen aber in der Summe sinkende Beiträge der Arbeitnehmer zu den Sozialversicherungen sowie einige Entlastungen für Familien entgegen. Auch werden die Renten kräftig steigen. Die verfügbaren Einkommen könnten deshalb um gut 3,5% und damit noch etwas stärker als im zu Ende gehenden Jahr zulegen. Bei einer im Vorjahresvergleich konstanten Inflationsrate von 2,0% ergäbe sich hieraus bei unveränderter Sparneigung Spielraum für eine Ausweitung des privaten Verbrauchs um etwa 1,5%. Wir vermuten aber, dass die Bundesbürger die wirtschaftlichen Risiken mit einer nochmals steigenden Sparquote quittieren, was für Deutschland nicht ungewöhnlich wäre. Den Zuwachs des privaten Verbrauchs veranschlagen wir deshalb auf lediglich 1,2%. Der Staatsverbrauch wiederum dürfte nach sehr mäßigen 0,9% in 2018 im kommenden Jahr wieder etwas lebhafter um 1,4% gesteigert werden.

Unter dem Strich rechnen wir für 2019 mit einem Rückgang des BIP-Wachstums von 1,6% auf 1,3%. Die negative Abweichung zu diesem Jahr ist aber nicht auf die Annahme einer geringeren Dynamik im Jahresverlauf zurückzuführen, sondern resultiert ausschließlich daraus, dass die deutsche Wirtschaft mit einem hohen Wachstumsüberhang ins Jahr 2018 gegangen war, während sie 2019 nicht von einer vergleichbaren Steilvorlage wird profitieren können. Die wesentlichen Risiken für diesen Ausblick liegen stärker auf der Unterseite. Letztlich wird es von der internationalen Politik abhängen, ob 2019 wirtschaftlich ein noch zufriedenstellendes oder am Ende doch ein nur sehr mäßiges Jahr werden wird.

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

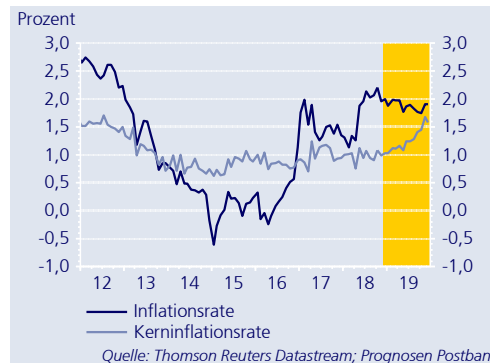
** in % des BIP

Euroraum: BIP-Wachstum wird auf 'Normalmaß' gestutzt

Der Konjunkturaufschwung in der Eurozone fand 2018 seine Fortsetzung. Mit einem BIP-Wachstum von voraussichtlich 1,9% konnte das hohe Niveau des Vorjahres von 2,4% aber nicht gehalten werden. Trotz eines weiteren, deutlichen Rückgangs der Arbeitslosenquote von 9,1% auf schätzungsweise 8,2% im Jahresdurchschnitt hat sich der private Verbrauch mit einem Plus von 1,5% gegenüber dem Vorjahr nicht mehr ganz so dynamisch entwickelt. Dagegen hat sich der Zuwachs bei den Investitionen wohl auf 2,9% beschleunigt, was angesichts der vielfältigen Unsicherheiten schon beachtlich ist. Anders als in Deutschland, dessen Export auch unter hausgemachten Problemen gelitten hat, zeichnet sich ab, dass der Außenhandel einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum in Höhe von 0,3 Prozentpunkten geleistet hat. Bei einem erneut moderaten Zuwachs beim Staatskonsum (+1,1%) deutet kurz vor dem Jahreswechsel vieles darauf hin, dass das EWU-BIP-Wachstum 2018 weiterhin auf einer sehr breiten Basis gestanden hat.

Die Risiken für die EWU-Konjunktur haben sicherlich zugenommen. Zu nennen sind auch hier vor allem die Handelskonflikte, der Brexit sowie die Differenzen über die

Kerninflation sollte im Verlauf von 2019 spürbar anziehen



italienische Haushaltspolitik. Letztere sollten sich aber 2019 nicht negativ auf das Wachstum auswirken, da von einer unsoliden Finanzpolitik kurzfristig sogar positive Impulse auf die Konjunktur ausgehen können. Die anderen Risikofaktoren betreffen in erster Linie den Außenhandel. Da wir nicht von einer massiven Eskalation der Handelskonflikte ausgehen und auch keinen No-Deal-Brexit erwarten, sollten sich die negativen Einflüsse jedoch in Grenzen halten. Gleichwohl rechnen wir nicht mit einem weiteren positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels, sondern eher mit einer leichten Belastung. Die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte sind weiterhin intakt. Die Verunsicherung durch die Risiken könnte aber zu einem etwas mäßigeren Zuwachs bei den Investitionen führen. Dagegen sollte sich das Wachstum des privaten Verbrauchs aufgrund inzwischen wieder deutlich stärker steigender Löhne etwas beschleunigen. Vom Staatsverbrauch werden wohl keine nennenswerten Impulse ausgehen. In der Summe erwarten wir für 2019 eine nochmalige Abschwächung des BIP-Wachstums auf 1,6%, was aber nach vier starken Jahren als Normalisierung zu werten ist.

Die EWU-Inflationsrate ist in diesem Jahr von 1,5% auf 1,8% gestiegen. Treibende Kraft waren die Energiepreise. Deren Einfluss sollte aber demnächst deutlich nachlassen. Dafür dürfte sich die Kerninflation infolge der inzwischen spürbar anziehenden Lohndynamik sukzessive erhöhen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für 2019 einen Anstieg der Inflationsrate auf 1,9%.

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

** in % des BIP

USA: Noch keine Anzeichen für ein Auslaufen des Aufschwungs

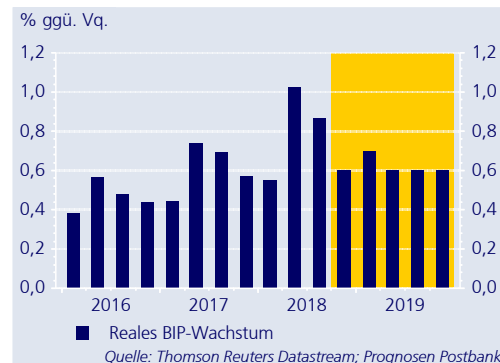
Die USA blicken auf ein Boom-Jahr zurück. Das BIP-Wachstum hat sich auf voraussichtlich 2,9% beschleunigt. Ein höherer Wert war zuletzt 2005 erreicht worden. Diese Entwicklung ist umso bemerkenswerter, als sich der Aufschwung 2018 bereits zum neunten Mal jährt und damit ein Alter erlangt hat, in dem die Auftriebskräfte üblicherweise deutlich nachlassen oder sogar bereits eine konjunkturelle Talfahrt eingesetzt hat. Befeuert wurde das Wachstum durch die zu Jahresbeginn in Kraft getretenen Steuersenkungen. Diese unterstützten den privaten Verbrauch, der um 2,7% zulegen und damit seine ohnehin schon hohe Dynamik nochmals steigerte. Die Bruttoanlageinvestitionen bauten ihre Rolle als zweites zentrales Standbein der US-Konjunktur noch aus. Sie stiegen um schätzungsweise 5,3%, getragen vor allem von einem kräftigen Plus von 7,3% bei den Ausrüstungsinvestitionen. Der Staatsverbrauch wurde moderat um 1,6% ausgeweitet, nachdem er im Vorjahr noch stagniert hatte. Exporte und Importe zogen jeweils spürbar, aber auch nicht sonderlich kräftig an. In der Summe drückte der Außenhandel das BIP-Wachstum um 0,2 Prozentpunkte. In diesem sehr robusten binnenwirtschaftlichen Umfeld setzte sich auch der Boom am Arbeitsmarkt fort. Die Zahl der Beschäftigten legte um gut 2,5 Mio. zu. Die Arbeitslosenquote fiel auf 3,7%, ihr niedrigstes Niveau seit den 60er Jahren des letzten Jahrhunderts.

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Konjunktureller Höhepunkt wurde Mitte 2018 überschritten



Das Wachstumstempo, das insbesondere im 2. und 3. Quartal 2018 erreicht wurde, wird wohl nicht durchzuhalten sein. Die Impulse der Steuersenkungen sollten allmählich auslaufen. Zudem zeigen sich zunehmend Engpässe am Arbeitsmarkt, die sich auch bereits in einer höheren Lohndynamik niederschlagen. Signale für ein Auslaufen des Aufschwungs sind aber auch noch nicht zu erkennen. Wir gehen deshalb davon aus, dass die bisherigen Auftriebskräfte weiter wirken. Der Zuwachs des privaten Konsums könnte sich angesichts stärker steigender Löhne sogar nochmals leicht erhöhen, während wir bei den Investitionen angesichts steigender Zinsen eine nachlassende Dynamik erwarten. Staatsverbrauch, Außenhandel und Lagerinvestitionen sollten jeweils keine stärkeren BIP-Effekte generieren. Zwar rechnen wir für 2019 mit einer Verflachung der Wachstumskurve gegenüber dem Vorjahr. Letztlich dürfte das BIP-Plus im Gesamtjahr aber nur marginal auf 2,8% zurückgehen, weil der Wachstumsüberhang, der aus 2018 mitgenommen wird, außerordentlich hoch ausfallen sollte.

Die US-Inflationsrate ist 2018 ölpreisbedingt von 2,1% auf voraussichtlich 2,5% gestiegen. Energieseitig ist im kommenden Jahr kein großer Impuls zu erwarten. Jedoch dürften angesichts des zunehmenden Lohndrucks die Kernverbraucherpreise etwas stärker zulegen. Letztlich dürfte die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2019 aber sogar leicht auf 2,4% zurückgehen.

Heinrich Bayer

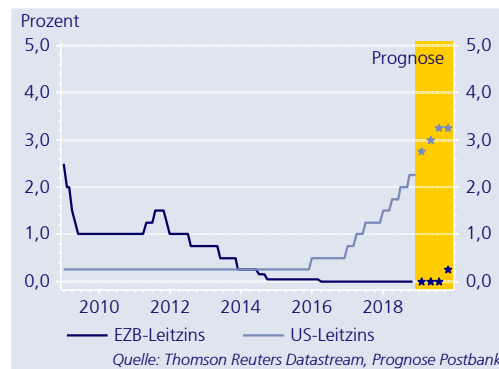
Rentenmarkt 2019: Geldpolitische Trendwende im Euroraum

Zäsur in der EZB-Geldpolitik

2018 dürfte für den Euroraum vorerst das letzte Jahr mit einer geldpolitischen Lockerung darstellen. Nachdem die EZB im März 2017 damit begonnen hat, ihre monatlichen Nettoanleihekäufe zu reduzieren, kam es Anfang dieses Jahres und dann noch einmal im Oktober zu einer weiteren Reduzierung der Ankäufe auf zuletzt noch 15 Mrd. Euro. Hier von einer restriktiveren Geldpolitik zu sprechen, wäre allerdings verfehlt. Schließlich führt der weitere Nettoankauf von Anleihen durch die Notenbank zu einer potenziellen Erhöhung der Zentralbankgeldmenge und kann dementsprechend weiterhin als geldpolitische Lockerung angesehen werden. Überhaupt dürften sich die geldpolitischen Effekte auf Konjunktur und Märkte in 2018 eher noch verstärkt haben, da der Realzins infolge einer weiteren Normalisierung der Inflation tief in den roten Bereich gesunken ist.

Das neue Jahr könnte gleich in mehrfacher Hinsicht eine Zäsur für die Geldpolitik der EZB darstellen. So dürfte die Notenbank ihre Nettoanleihekäufe Anfang 2019 einstellen. Ein entsprechender Beschluss sollte auf der Sitzung am 13. Dezember getroffen werden. Seit Beginn des laufenden Programms wird die EZB dann Anleihen im Volumen von rund 2.600 Mrd. Euro angekauft haben. Das Ende der Nettoanleihekäufe stellt aber noch nicht das Ende der Marktintervention durch die EZB dar. Die Währungshüter haben bereits angekündigt, dass sie bereits zuvor erworbene, sukzessive auslaufende Anleihen bis auf Weiteres durch neue ersetzen werden. Das durchschnittliche Volumen dieser sogenannten Reinvestitionen wird 2019 bei knapp 18 Mrd. Euro pro Monat liegen. Die EZB bleibt somit ein wichtiger „Spieler“ am Anleihemarkt und dürfte insofern die Entwicklung der Kurse/Renditen weiterhin beeinflussen. Folgt sie dem Beispiel der US-Notenbank, könnte sie das Volumen der Anleihen in ihrer Bilanz noch etwa drei Jahre konstant halten und dann damit beginnen, das Portfolio vorsichtig über mehrere Jahre zu reduzieren.

Erster Zinsschritt der EZB im Herbst 2019



Ein weiterer zentraler Schritt beim Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik dürfte eine erste Erhöhung der Leitzinsen durch die EZB darstellen. Die Währungshüter haben angekündigt, dass die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 auf ihren aktuellen Niveaus bleiben werden. Zwar kann daraus nicht ohne Weiteres der Schluss auf einen Zinsschritt im darauffolgenden Herbst gezogen werden. Allerdings dürfte die Wahrscheinlichkeit einer ersten Zinserhöhung noch in 2019 doch recht hoch sein. Da sich der Konjunkturaufschwung im Euroraum, wenn auch in moderaterem Tempo, fortsetzen und die Inflation nahe am EZB-Zielwert von knapp 2% verbleiben sollte, gibt es keinen Grund am historisch niedrigen Zinsniveau festzuhalten. Andernfalls riskiert die Notenbank eine Überhitzung an den Märkten, die zu einer Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte und der gesamten Volkswirtschaft im Euroraum werden könnte. Ohne Zweifel hat dieses Risiko seit Beginn der Nullzinspolitik zugenommen. In Teilbereichen, beispielsweise bei erstklassigen gewerblichen Immobilien und Unternehmensanleihen mit einem schlechten Rating, konstatieren die Währungshüter inzwischen selbst Anzeichen für eine Überbewertung.

Die Wahrscheinlichkeit einer ersten Leitzinserhöhung im Herbst 2019 ist aber auch noch aus einem anderen Grund hoch und dies betrifft eine weitere Zäsur in der

Geldpolitik der EZB. Im Oktober endet nämlich die achtjährige Amtszeit von EZB-Präsident Draghi. Mit einem ersten Zinsschritt als quasi letzte „Amtshandlung“ auf der EZB-Ratssitzung im Oktober 2019 würde Draghi für einen reibungslosen Übergang zu einem Nachfolger oder einer Nachfolgerin sorgen. Denn ein solches Vorgehen würde Kontinuität in der Geldpolitik demonstrieren und das Risiko stärkerer Marktausschläge, die bei einem geldpolitischen Kurswechsel unter neuer Führung ansonsten auftreten könnten, verringern. 2019 wird aber nicht nur die Funktion des EZB-Präsidenten vakant. Ende Mai scheidet der Belgier Peter Praet, Chefvolkswirt der EZB, aus dem Direktorium der Notenbank aus. Praet gilt als Befürworter einer lockeren Geldpolitik und hat die ultraexpansive Geldpolitik der vergangenen Jahre maßgeblich mitbegründet und geprägt. Ende 2019 endet zudem die Amtszeit von Benoit Coeuré (Frankreich) im Direktorium.

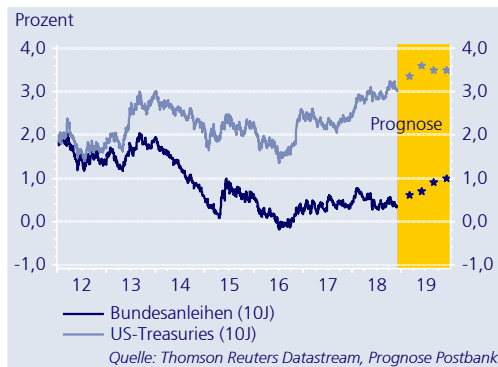
Auch wenn die drei Nachfolger zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht feststehen, so ist eine grundsätzlich andere Ausrichtung der Geldpolitik im Euroraum nach Draghi dennoch unwahrscheinlich. Für eine Ernennung geldpolitischer Hardliner, die für einen schnellen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik plädieren, dürfte es unter den EWU-Staats- und Regierungschefs kaum eine Mehrheit geben. Ohnehin wäre das Risiko starker Rückschläge für Konjunktur und Märkte zu groß, wenn die EZB sich zu abrupt von ihrer lang anhaltenden Niedrigzinspolitik verabschieden würde. Insofern ist es sehr wahrscheinlich, dass die Notenbank - unabhängig von der neuen personellen Zusammensetzung ihres Direktoriums - eher einen sehr vorsichtigen, für die Märkte berechenbaren Zinserhöhungskurs verfolgen wird. Mehr als 2-3 Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten pro Jahr halten wir dementsprechend für unwahrscheinlich, wobei im Falle verschlechterter Konjunkturaussichten oder einer unerwartet schwachen Inflation auch längere Pausen im Zinserhöhungszyklus möglich sind. Auf jeden Fall dürfte es noch mehrere Jahre dauern, bevor im Euroraum wieder ein annähernd normales Zinsniveau herrschen wird.

Geldpolitische Kontinuität in den USA

Anders als im Fall der EZB, ist 2019 bei der US-Notenbank keine Änderung des geldpolitischen Kurses zu erwarten. Seitdem die Fed Ende 2015 den Leitzins das erste Mal in diesem Zyklus angehoben hat, folgten bis zuletzt sieben weitere Schritte von jeweils 25 Basispunkten. Aktuell steht der Leitzins bei einer Bandbreite von 2,00-2,25%. Auf der kommenden Sitzung im Dezember dürfte ein weiterer Zinsschritt erfolgen. Wegen der anhaltend guten Konjunktursituation und eines steigenden Inflationsdrucks in den USA waren zuletzt Erwartungen aufgekommen, die US-Notenbank könnte die Leitzinsen auch schneller oder weiter anheben als bisher erwartet. Dies hat die Kurse risikobehafteter Anlageformen wie Aktien und hochverzinsliche Anleihen unter verstärktem Druck gebracht. In der Vergangenheit waren bei einem Zinsniveau von deutlich über 3% häufig entsprechende Umschichtungen bei Geldanlagen in Richtung sicherer Anlagen in US-Treasuries oder am USD-Geldmarkt zu beobachten.

Die Erwartungen eines stark steigenden Zinsniveaus in den USA könnten sich aber als übertrieben herausstellen. Denn trotz einer annähernd erreichten Vollbeschäftigung ist die Lohndynamik immer noch verhalten. Das spricht gegen ein deutliches Überschießen der Inflation und einen daraus resultierenden Handlungsdruck für die Fed. Vielmehr sollte die Inflation 2019 nahe am Inflationsziel der US-Notenbank von 2% liegen. Hinzu kommt, dass die Wachstumseffekte der Steuerreform allmählich auslaufen und der BIP-Zuwachs im Verlauf von 2019 etwas abnehmen dürften. Dementsprechend halten wir es für wahrscheinlich, dass die US-Notenbank ihren Leitzins im kommenden Jahr noch drei Mal um insgesamt 75 Basispunkte anhebt und den Zinserhöhungszyklus dann erst einmal beendet. Ende 2019 dürfte die Bandbreite für den US-Leitzins dementsprechend bei 3,00-3,25% stehen. Den von ihr gehaltenen Bestand an US-Treasuries und anderen Anleihen dürfte die US-Notenbank 2019 wie geplant weiter reduzieren. Sie hat bereits im Oktober 2017 damit begonnen, einen Teil der

Vorläufiges Renditehoch bei US-Treasuries



auslaufenden Wertpapiere nicht mehr durch neue zu ersetzen. Das Volumen der betroffenen Anleihen ist seither planmäßig von anfänglich 10 Mrd. USD auf den Maximalbetrag von 50 Mrd. USD monatlich erhöht worden, d.h. die Bilanzsumme der Notenbank schrumpft ab 2019 jährlich um 600 Mrd. USD. Dementsprechend wird es noch ein paar Jahre dauern, bis das Bilanzvolumen der Fed ein wieder angemessenes Niveau erreichen wird.

Moderater Spielraum für höhere Renditen

Das Jahr 2018 stand zunächst unter dem Zeichen rasch ansteigender Renditen. Ausgehend von den USA und befördert durch Forderungen einzelner EZB-Mitglieder, schneller aus der ultraexpansiven Geldpolitik auszusteigen, stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen innerhalb weniger Wochen von 0,30% bis auf 0,80% an. Bereits im Frühjahr war die Zinseuphorie im Euroraum aber schon wieder verfliegen und die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zumindest kurzzeitig unter die Marke von 0,50% gefallen. Zu einer weiteren starken Abwärtsbewegung der Renditen kam es im Mai, als die Bildung einer neuen Regierungskoalition in Italien zunächst scheiterte. Überhaupt führten zahlreiche politische Risiken, neben Italien vor allem die Sorge vor einem harten Brexit und einer Eskalation des Handelsstreits mit den USA, immer wieder zu einer Flucht der Anleger in den sicheren Hafen der Bundesanleihen. Renditedämpfend wirkten zudem die unerwartet schwachen Konjunkturzahlen im

Euroraum in der zweiten Jahreshälfte sowie eine vorsichtige EZB, die Leitzinserhöhungen vor Herbst 2019 quasi ausschloss.

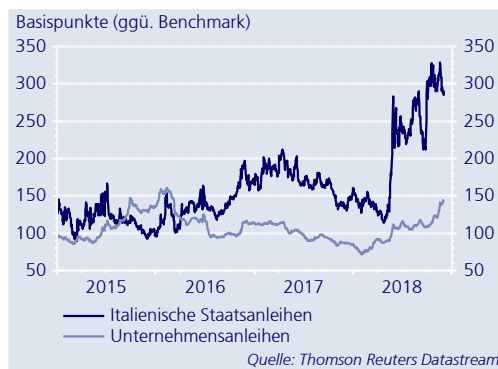
Auch wenn viele politische Risiken weiterbestehen und Bundesanleihen als sicherer Hafen weiter gefragt bleiben dürften, so spricht doch einiges für einen moderaten Anstieg der Renditen im Verlauf von 2019. Zum einen verliert die marktstützende Wirkung der EZB-Marktinterventionen mit dem Ende der Nettoanleihekäufe an Kraft. Zum anderen dürfte der näher rückende Zeitpunkt einer ersten Leitzinserhöhung im Euroraum auf die Renditen ausstrahlen. Gegen Ende 2019 könnte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dabei die Marke von 1,00% ins Visier nehmen. Dies entspricht in etwa dem Niveau, auf dem die Renditen vor Beginn des laufenden Anleiheankaufprogramms im Herbst 2014 lagen. Das Risiko sprunghafter Zinsanstiege halten wir für eher gering. Die EZB wird im Rahmen der Reinvestitionen weiterhin am Markt aktiv bleiben und ihren Anleihebestand vorerst nicht reduzieren. Zudem dürfte der Inflationsdruck im Euroraum nur moderat zunehmen, so dass kaum Spielraum für hochtrabende Zinsphantasien entsteht.

Anders als bei Bundesanleihen hat sich die Aufwärtsbewegung der Renditen bei US-amerikanischen Staatsanleihen während des gesamten Jahres im Trend fortgesetzt. Auf Basis anhaltend guter makroökonomischer Daten und einer sehr guten Bewertung der Konjunktursituation durch den Gouverneur der US-Notenbank hat sich die 10-Jahresrendite Anfang Oktober noch einmal deutlich, auf zeitweise über 3%, erhöht. Das Potenzial für weitere Renditeanstiege ist vor dem Hintergrund des in der zweiten Jahreshälfte wahrscheinlich endenden Leitzinserhöhungszyklus begrenzt. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries dürfte Ende 2019 mit 3,50% daher nur moderat oberhalb des aktuellen Niveaus liegen.

Keine weiteren Spreadausweitungen bei Unternehmensanleihen

Die schwierige Regierungsbildung in Italien Ende Mai führte zu einer weitreichenden Neubewertung von Risiken am Markt für

Unternehmens- und EWU-Staatsanleihen unter Druck



EWU-Staatsanleihen. Staatsanleihen fast aller EWU-Länder verzeichneten dabei eine Ausweitung der Risikoprämien gegenüber Bundesanleihen. Zwar bildeten sich die Renditeaufschläge in den darauffolgenden Wochen wieder zurück. Die Jahrestiefstände wurden dabei aber nicht mehr erreicht. Im Fall italienischer Staatsanleihen hielt die Erholung ohnehin nicht lange an. Der eskalierende Streit der neuen italienischen Regierung mit der EU-Kommission um einen neuen Haushalt sorgte für eine weiter steigende Unsicherheit, wobei der Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen bei 10-jährigen Anleihen zeitweise auf über 300 Basispunkte stieg. Zuletzt gab es seitens der italienischen Regierung und der EU Signale für ein Entgegenkommen, so dass ein eigentlich notwendiges Defizitverfahren gegen Italien vielleicht noch vermieden werden kann. In der Folge gaben die Risikoaufschläge wieder leicht nach.

Zwar waren Staatsanleihen anderer EWU-Staaten von der jüngsten Eskalation um Italien nicht mehr in gleichem Maße betroffen wie Ende Mai. Gleichwohl hat sich im vierten Quartal ein allgemeiner Aufwärtstrend bei den Risikoaufschlägen etabliert. Da auch Unternehmensanleihen und Covered Bonds betroffen sind, dürfte die Ausweitung andere Ursachen haben als den Haushaltsstreit. Ein wesentlicher Faktor hierbei könnte die Reduzierung der Anleiheankäufe durch die EZB sein. Seit Oktober 2019 erwirbt die Notenbank nur noch Anleihen im Volumen von 15 Mrd. Euro pro Monat, anstatt zuvor 30 Mrd. Euro. Zudem dürfte die anhaltende Unsicherheit rund um den Brexit, den US-Handelsstreit

sowie die weitere konjunkturelle Entwicklung im Euroraum die Risikobereitschaft der Investoren in den vergangenen Monaten nicht gerade beflügelt haben.

Die Risikoprämien von EWU-Staatsanleihen könnten im Verlauf von 2019 noch etwas ansteigen. Zum einen dürfte das bevorstehende Ende der Nettoanleiheankäufe durch die EZB noch nicht vollständig am Markt eingepreist sein. Zum anderen wird das politische Umfeld weiterhin unsicher bleiben. Vor allem italienische Staatsanleihen sollten weiterhin im Fokus stehen. Wie groß die Wahrscheinlichkeit einer Einigung zwischen italienischer Regierung und EU-Kommission tatsächlich ist, lässt sich nicht verlässlich abschätzen. Die Chancen stehen aber gut, dass die beiden populistischen Regierungsparteien in Italien spätestens nach den Europawahlen im Mai einen versöhnlicheren Kurs fahren werden, um eine weitere Verteuerung der Finanzierung für den italienischen Staat am Markt zu vermeiden. Bei EWU-Unternehmensanleihen ist das Risiko weiterer Spreadausweitungen nach dem vorangegangenen, kräftigen Anstieg begrenzt. Vielmehr sollten die Konjunktursorgen in den kommenden Monaten wieder abnehmen und somit zu einer Stabilisierung der Renditeaufschläge beitragen.

Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank

	04.12.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,25
USA	2,00-2,25	2,50-2,75	3,00-3,25
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	1,00
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	0,26	0,60	1,00
US-Treas.	2,91	3,35	3,50
Jap. JGBs	0,07	0,10	0,10
Brit. Gilts	1,28	1,50	1,90
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	58	50	45
EWUNon-Fin.	112	115	100

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

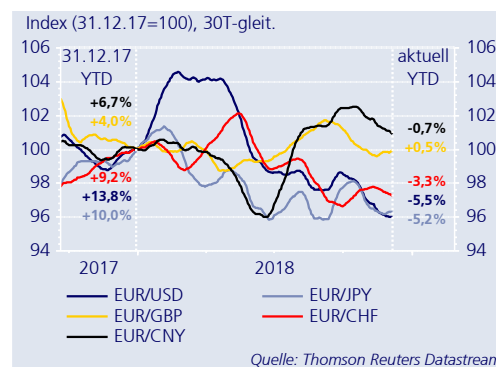
Währungen 2019: Moderates Aufwärtspotenzial für den Euro

Der Euro blickt im bisherigen Jahresverlauf auf eine durchwachsene Entwicklung zurück – zumindest gegenüber den wichtigsten Währungen. So setzte sich die kräftige Aufwertung des Vorjahrs zwar zu Jahresbeginn zunächst fort, zeigte aber bereits Ende Januar erste Auflösungserscheinungen. Per saldo stehen bis Anfang Dezember überwiegend Kursverluste zu Buche.

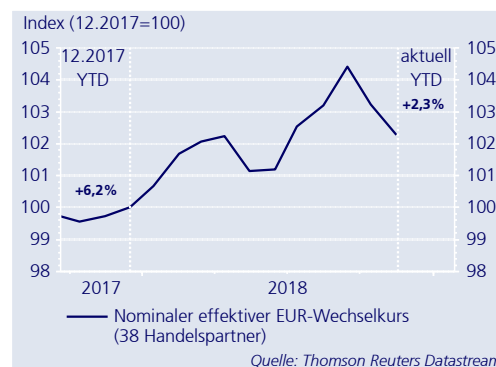
Kein gutes Jahr 2018 für den Euro – jedoch keine breit angelegte Schwäche

Zahlreiche (geo-)politische und ökonomische Risiken haben – wie auch an anderen Finanzmärkten – in wechselnder Zusammensetzung die Entwicklung an den Devisenmärkten im Jahresverlauf dominiert. Dabei litt die Gemeinschaftswährung neben den heimischen Themen – Brexit, Haushaltsstreit mit Italien, etc. – auch unter der teilweisen Eskalation der internationalen Handelsstreitigkeiten, Zinsängsten in den USA und Sorgen um die globale Konjunktur sowie um diverse Schwellenländer. So ist es nicht verwunderlich, dass der Euro gegenüber dem US-Dollar schwächer tendierte und zum japanischen Yen sowie zum Schweizer Franken – also denjenigen Währungen, die in Krisenzeiten häufig als sicherer Hafen gesucht werden – deutliche Abschlüge zu verbuchen hatte. Hingegen ergab sich im Vergleich mit britischem Pfund und chinesischem Renminbi eine relative Stärke, die auf die Schwäche dieser Währungen aufgrund des Brexits beziehungsweise der Handelsstreitigkeiten zurückzuführen war. Zu einem vollständigen Bild gehört aber auch ein Blick auf die Wertentwicklung gegenüber den Währungen aller wichtigen EWU-Handelspartner. Auch hier haben die anderen „großen“ Währungen die Entwicklung naturgemäß erheblich gebremst. Hingegen profitierte der Euro insbesondere von der Schwäche der Währungen diverser Schwellenländer, so dass aktuell handlungsgewichtet eine Euro-Aufwertung um gut 2% im bisherigen Jahresverlauf zu Buche steht.

Schwache Entwicklung gegenüber den wichtigsten Währungen...



... maskiert Aufwertung des Euro auf breiter Front



Endet 2019 die Dominanz politischer Themen an den Devisenmärkten?

Während politische Entwicklungen immer wieder für kurzfristige Ausschläge an den Devisenmärkten sorgen, sind die längerfristigen Determinanten der Wechselkursentwicklung in der Geldpolitik, der Zinsentwicklung am Kapitalmarkt und der konjunkturellen Dynamik beziehungsweise dem hieraus resultierenden Gesamtbild zu finden. Die entscheidende Frage hinsichtlich der Entwicklung des Euro im nächsten Jahr wird daher sein, ob die fundamentale Entwicklung wieder stärkere Beachtung finden oder weiter in erheblichem Maße von politischem Störfeuer überlagert werden wird. Fundamental spricht in unseren

Augen perspektivisch Einiges für eine – obgleich moderate – Euro-Stärke. Der robuste Konjunkturaufschwung in der EWU befindet sich trotz einer mittlerweile immer klarer werdenden Moderierung 2018 bereits in seinem sechsten Jahr. Der Preisdruck ist mit einer Inflationsrate von aktuell ca. 2% – und insbesondere einer Kernrate von lediglich rund 1% – im internationalen Vergleich immer noch verhalten, gleichzeitig jedoch ausgeprägt genug, um eine Verschiebung des Ausstiegs aus der ultraexpansiven Geldpolitik durch die EZB zu verhindern. Die Einstellung der Netto-Anleiheankäufe zum Jahreswechsel 2018/2019 sowie die für den Herbst 2019 erwartete, erste Leitzinsanhebung der EZB seit 2011 sprechen im kommenden Jahr für steigende Kapitalmarktzinsen im Euroraum und eine moderate Aufwertung des Euro in Relation zu den wichtigsten Währungen.

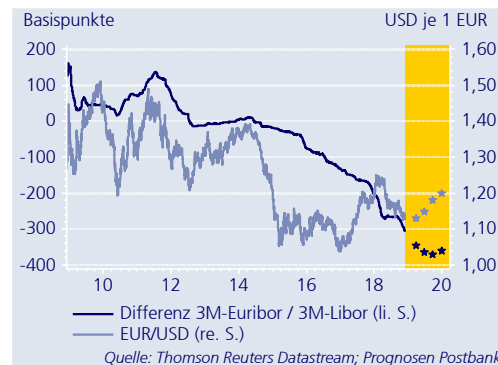
Zudem sehen wir bei einigen der genannten politischen Belastungsfaktoren gewisse Entspannungssignale. So deutet sich beispielsweise ein relativ geordneter Austritt Großbritanniens aus der EU an. Italien und die EU sind zuletzt im Haushaltsstreit aufeinander zugegangen. Auch wird im Handelsstreit zwischen den USA und China wieder verhandelt. Die akuten Sorgen vor einer Schwellenländerkrise haben sich verringert und die Gefahr, dass die US-Notenbank die Zinsen zu stark anheben könnte, wird inzwischen auch nicht mehr als allzu groß erachtet. Gleichwohl sind zukünftig – insbesondere in den nächsten Monaten – temporäre Schwächephasen des Euro, zum Beispiel im Falle eines Scheiterns des Brexit-Abkommens, keineswegs ausgeschlossen. Die aus den genannten Problemfeldern potenziell resultierenden Risiken sprechen aber unseres Erachtens nicht für eine nachhaltige Euro-Schwäche im Jahr 2019, sondern dürften lediglich das fundamental bedingte Aufwärtspotenzial für die Gemeinschaftswährung begrenzen.

EZB-Geldpolitik stützt 2019 den Euro

EUR/USD:

Vor dem Hintergrund der skizzierten Rahmenbedingungen trauen wir dem Euro im Vergleich mit dem US-Dollar bis Ende 2019

Perspektivische Trendwende beim USD-Zinsvorteil stützt EUR

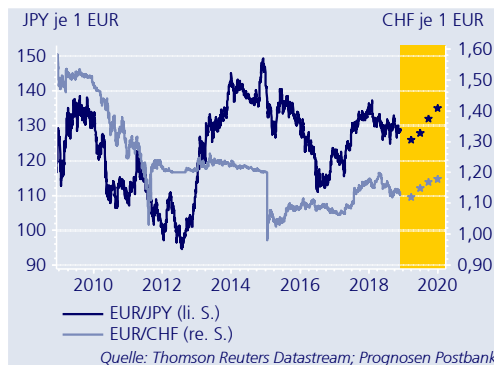


ein Plus von gut 5% zu. Hierfür spricht insbesondere die sich anbahnende Konvergenz der Geldpolitiken diesseits und jenseits des Atlantiks. Während der erste EZB-Zinsschritt näher rückt, gehen wir davon aus, dass sich der geldpolitische Strafzungskurs der Fed langsam, aber sicher seinem Ende zuneigt. Auch wenn Letztere bis zum Herbst 2019 den Leitzins noch insgesamt viermal anheben dürfte, rechnen wir in diesem Umfeld mit einer beginnenden Trendwende bei den USD/EUR-Zinsspreads, die seit 2014 nur eine Richtung kannten – hin zu einem immer größeren USD-Zinsvorteil. Auch wenn dieser Vorsprung sicher noch auf absehbare Zeit Bestand haben wird, dürfte beim EUR/USD-Wechselkurs in Erwartung einer sich anbahnenden Spread-Einengung bereits im Vorfeld eine Aufwärtsbewegung einsetzen, die die Gemeinschaftswährung bis Ende 2019 auf 1,20 USD führen sollte.

EUR/JPY und EUR/CHF:

Die fortschreitende geldpolitische Trendwende im Euroraum spricht auch im Vergleich mit japanischem Yen und Schweizer Franken für ein Aufwärtspotenzial in vergleichbarer Größenordnung wie beim EUR/USD bis Ende kommenden Jahres. Aus fundamentaler Sicht müsste hier angesichts der immer noch sehr expansiven Geldpolitik in Japan und der Schweiz, wo jeweils noch keine Trendwende absehbar ist, sogar eine stärkere Aufwertung möglich sein. Dagegen spricht aber die Sonderrolle von Yen und Franken als sicherer Hafen in Krisenzeiten, die angesichts der zahlreichen, nach wie vor ungelösten Risikofaktoren im

Geldpolitik spricht für Euro-Stärke – Flucht in sichere Häfen nur temporär



Verlauf von 2019 zumindest temporär immer wieder relevant werden dürfte. Ende nächsten Jahres erwarten wir den Euro bei 135 JPY beziehungsweise 1,18 CHF.

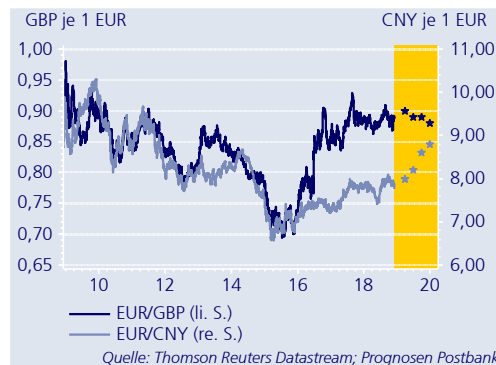
EUR/GBP:

Maßgeblich für die Kursentwicklung der Gemeinschaftswährung gegenüber dem britischen Pfund dürfte auch 2019 die Brexit-Thematik bleiben. So rechnen wir kurzfristig noch mit einer weiteren Euro-Stärke. Sollte sich in den kommenden Wochen für März 2019 ein ungeordneter Brexit abzeichnen, ist auch ein schneller Anstieg des Euro über die Parität nicht auszuschließen. Verläuft der Austritt Großbritanniens aus der EU wiederum im Rahmen des aktuell zur Disposition stehenden Abkommens in vergleichsweise geordneten Bahnen, dürfte dies für eine Stärkung des Pfunds sorgen. Auch ist in diesem Fall damit zu rechnen, dass die Bank of England im Einklang mit vielen anderen Notenbanken im kommenden Jahr ihren Leitzins anheben wird – von aktuell 0,75% auf 1,00%. Der Euro dürfte vor diesem Hintergrund auf Jahressicht gegen den allgemeinen Trend moderat auf 0,88 GBP nachgeben. Einen deutlichen Befreiungsschlag für das Pfund erwarten wir aber nicht, da auch mit dem Austrittsabkommen noch viele entscheidende Fragen bezüglich der zukünftigen Beziehungen zwischen Großbritannien und der EU offen bleiben.

EUR/CNY:

Die Kursentwicklung zwischen Euro und chinesischem Renminbi wird in starkem Maße von der Entwicklung von Letzterem

GBP wertet auf – Sorgt schwacher CNY für weitere Handelsstreit-Eskalation?



zum US-Dollar bestimmt. Hier war im bisherigen Jahresverlauf eine deutliche Renminbi-Abwertung zu beobachten, wobei wenig gegen eine Fortsetzung dieser Bewegung auch im kommenden Jahr spricht. Hintergrund ist einerseits der Handelsstreit mit den USA und andererseits – auch aus diesem resultierend – die schwächere konjunkturelle Dynamik in der Volksrepublik, der die chinesische Regierung gemeinsam mit der People’s Bank of China mit verschiedenen Maßnahmen wie Investitionen im Inland und Zinssenkungen entgegenzuwirken versucht. Wir sehen den EUR/CNY-Wechselkurs vor diesem Hintergrund Ende 2019 bei 8,80 CNY und damit deutlich über seinem aktuellen Niveau. In der Möglichkeit, dass die chinesische Führung den Verfall der eigenen Währung durch geeignete Maßnahmen zu stoppen versucht, um keine weitere Eskalation des Handelsstreits mit den USA zu provozieren, sehen wir wiederum das wesentliche Abwärtsrisiko für unsere Prognose.

Dr. Lucas Kramer

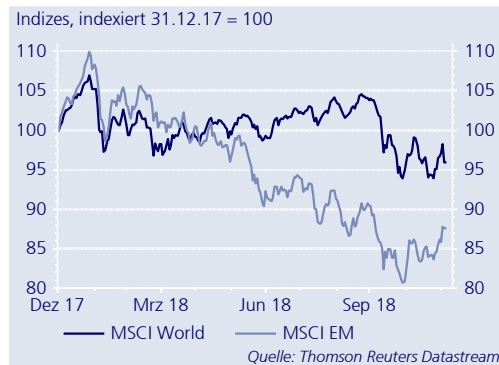
Prognosen Postbank

	04.12.	in 3 M	in 12 M
EUR/USD	1,1343	1,13	1,20
EUR/JPY	127,91	126	135
EUR/GBP	0,8920	0,90	0,88
EUR/CHF	1,1319	1,12	1,18
EUR/CNY	7,7547	8,00	8,80

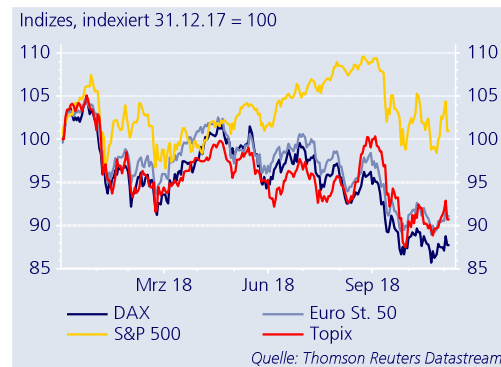
Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt 2019: Zunächst noch Schaukelbörse, ab Sommer aufwärts

Schwellenländeraktien waren 2018 nicht angesagt



Nur der S&P 500 mit positiver Performance – DAX mit „roter Laterne“



2018 – Kein einfaches Jahr für Aktionäre

Dies wird schon bei einem kurzen Blick auf die Kursverläufe von MSCI World, in dem nur Aktien aus den Industrieländern enthalten sind, und MSCI Emerging Markets deutlich. Beide Indizes sind gut miteinander vergleichbar, da beide in US-Dollar notiert sind. Während der MSCI World noch mit einem „blauen Auge“ davon kommt und aktuell nur einen Abschlag von 4,1% im Vergleich zu seinem Schlussstand 2017 aufweist, hat der MSCI Emerging Markets in diesem Zeitraum 12,5% an Wert eingebüßt.

Es waren aber nicht alleine die diversen geopolitischen Brennpunkte oder die von US-Präsident Donald Trump mit diversen internationalen Partnerstaaten – vornehmlich mit China – initiierten Handelskonflikte, die die Aktienperformance in 2018, sowohl in den Industrieländern als auch in den Emerging Markets, entscheidend einbremsen. Der von der US-Notenbank im Verlauf von 2018 konsequent weiter beschrittene Zinserhöhungspfad zeichnete in erster Linie für die wenig erfreuliche Aktienmarktentwicklung verantwortlich. Der steigende Leitzins wirkt sich auch indirekt auf die Renditen langlaufender Treasuries aus, die sich erhöhten und aus Investorensicht an Attraktivität im Vergleich zur immer mit einem gewissen

Risiko behafteten Aktienanlage gewannen. Vor allem aus den Emerging Markets zogen Investoren Gelder ab und lenkten sie in die USA um.

Auch die von uns näher analysierten Leitindizes DAX, Euro Stoxx 50 sowie Topix legten im Verlauf von 2018 den Rückwärtsgang ein. Aktuell weisen sie Kursrückgänge zwischen neun und gut zwölf Prozent im Vergleich zu ihren Schlussständen Ende 2017 auf. Neben Kapitalabflüssen Richtung Wall Street lastete auch eine schwächere als zu Jahresbeginn noch prognostizierte Gewinnentwicklung auf der Stimmung der Investoren. So werden beispielsweise die im DAX notierten Unternehmen voraussichtlich auf aggregierter Basis statt eines Gewinnanstiegs von rd. zehn Prozent im Vergleich zu 2017 einen Gewinnrückgang im mittleren einstelligen Prozentbereich für 2018 ausweisen. Auch bei Euro Stoxx 50 und Topix schrumpften im Verlauf von 2018 die Gewinnerwartungen für das auslaufende Jahr. Anders als beim DAX rutschten sie aber nicht in den negativen Bereich. Gewinnzuwächse im mittleren einstelligen Prozentbereich werden für beide Indizes momentan erwartet. Trotz des wahrscheinlichen Gewinnrückgangs beim deutschen Leitindex wäre es nach unserer Einschätzung aber grundfalsch, jetzt den Beginn einer konjunkturellen Durststrecke auszurufen.

Der Standard & Poor's 500 sticht aus dem Kreis der vier von uns analysierten Indizes deutlich hervor. Er ist der einzige Index, der sich die Chance auf eine positive Performance für das Gesamtjahr bewahrt hat. Aktuell liegt er im Vergleich zu seinem Schlusstand Ende 2017 ein Prozent vorne. Auch bei der Gewinnentwicklung schlägt er DAX & Co. um Längen. Die im US-Leitindex notierten Unternehmen steuern auf eine Steigerung des Gewinns auf aggregierter Basis von knapp 25 Prozent binnen Jahresfrist zu. Zur Hälfte dürfte das Gewinnplus nach unseren Berechnungen auf die Steuerreform des US-Präsidenten zurückzuführen sein. Allerdings „investieren“ viele Unternehmen einen Großteil ihres Gewinns anders, als es der US-Präsident gewünscht hat. Während Donald Trump vor der Wahl Ende vorletzten Jahres damit um die Gunst der Wähler buhlte, dass die Firmen die aus der Steuerreform resultierenden Gewinnzuwächse für Investitionen nutzen dürften und so ihre Produktivität steigern könnten. Dies sollte Lohnzuwächse ermöglichen und so auch in den Taschen der Bürger ankommen. Diese Rechnung ist bis dato aber nicht aufgegangen. Statt die Arbeitnehmer an den Gewinnzuwächsen entsprechend partizipieren zu lassen, haben viele Unternehmen ihre Aktienrückkaufprogramme deutlich ausgeweitet. Dass 2018 ein neues Rekordjahr werden wird, was die Summe der zurückgekauften Aktien angeht, stand Mitte Oktober schon fest. Bis dahin hatten die Firmen bereits Aktien im Wert von 840 Mrd. US-Dollar vom Markt genommen. Dieses Volumen lag schon über dem bisherigen Rekordwert von 780 Mrd. US-Dollar, der 2015 erreicht wurde. Nach aktuellen Hochrechnungen steuern die Unternehmen auf ein Rückkaufvolumen von rd. einer Billion US-Dollar für das Gesamtjahr zu. Dies wäre eine Steigerung um rd. zwei Drittel im Vergleich zum 2017 erreichten Wert. Die Firmen haben somit auch in einem gewissen Umfang Kurspflege ihrer Aktien betrieben, indem sie das am Markt verfügbare Angebot verringert haben. Außerdem verteilt sich der Gewinn auf eine kleinere Aktienstückzahl. Folglich steigt der Gewinn je Aktie und das Kurs-Gewinn-Verhältnis sinkt. Dies erhöht optisch die Attraktivität der entsprechenden

Aktie für Investoren und kann weitere Aktienkäufe initiieren. Das Kursplus des S&P 500 ist daher nach unserer Einschätzung zu einem erheblichen Teil, wenn nicht in Gänze, auf die erhöhten Rückkaufvolumina zurückzuführen.

Handelskonflikte, Brexit, Haushaltsstreit – Risiken en masse

Donald Trump hat mit zahlreichen wichtigen US-Handelspartnern relativ zeitnah nach seiner Vereidigung zum US-Präsidenten Diskussionen über deren – nach seiner Ansicht – unfaire Handelspraktiken gegenüber den USA begonnen, die dann in gegenseitigen Zolleinführungen bzw. -erhöhungen mündeten. Beigelegt ist bis dato nur ein Handelskonflikt. Zwischen den USA, Kanada und Mexiko wurde Anfang Oktober eine neue Vereinbarung getroffen, die den Freihandel zwischen diesen Staaten regelt. Alle anderen Konflikte, beispielsweise mit China oder der EU, warten auf eine Lösung.

Zahlreiche Unternehmen haben inzwischen schon über Belastungen durch die von Donald Trump gestarteten Zollerhöhungen berichtet. Die Globalisierung führt dazu, dass viele Unternehmen Produktionsstandorte rd. um den Globus haben. So werden beispielsweise auch europäische Firmen vom Handelskonflikt zwischen den USA und China tangiert. Produzieren sie Güter, die China mit Zöllen belegt hat, in den USA, um sie von dort nach China zu exportieren, werden entsprechende Zölle fällig. Auch US-Firmen sind betroffen, die Vorleistungsgüter wie Stahl oder Aluminium zur Weiterverarbeitung in die USA importieren.

Um die Bremsspuren in den Unternehmensbilanzen nicht überhand nehmen zu lassen, ist zu hoffen, dass in den Handelskonflikten zwischen den USA und beispielsweise China oder der EU, analog zur Einigung zwischen den USA, Kanada und Mexiko, auch kurzfristig für alle Partner tragbare Lösungen gefunden werden können. Wenn nicht, müssen die bottom up-Analysten bei ihren Gewinnschätzungen für 2019 den Rotstift ansetzen.

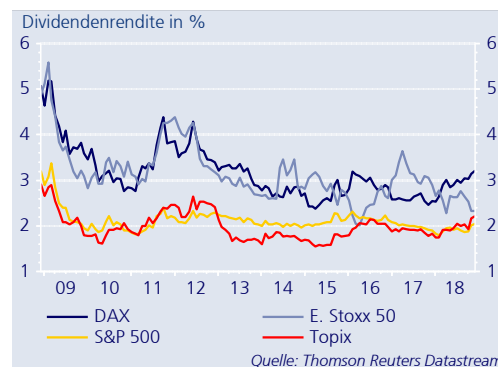
Der 29. März 2019, der den Austritt Großbritanniens aus der EU terminiert, rückt unaufhaltsam näher. Inzwischen ist zwar auf oberster Ebene zwischen EU und britischer Regierung ein Vertrag vereinbart, der die Beziehungen zwischen EU und UK nach dem Brexit regeln soll. Diesen muss allerdings kommende Woche noch das britische Unterhaus annehmen. Eine Zustimmung erscheint allerdings mehr als ungewiss. Selbst innerhalb der eigenen Partei gibt es offensichtlich viel Widerstand gegen die von Theresa May ausgehandelte Vereinbarung. Während den Politikern auf beiden Seiten des Ärmelkanals auch noch eine Einigung um fünf vor zwölf reicht, läuft den Unternehmen, die nach UK ex- bzw. von dort importieren, langsam aber sicher die Zeit weg. Viele Manager befassen sich schon geraume Zeit damit, Alternativen bzw. Lösungsmöglichkeiten zu finden, um den bei einer Zollabfertigung unvermeidbaren Zeitverlust sowie Mehrkosten auszugleichen. Dies ist vor allem für Firmen wichtig, die in einer just in time-Produktionskette eingebunden sind. Manager befassen sich schon heute in bis zu einem Viertel ihrer Arbeitszeit mit dieser Thematik. Neben der reinen Arbeitszeit, die so nicht normal produktiv für den Unternehmenserfolg eingesetzt wird, müssen häufig auch schon jetzt finanzielle Mittel in die Hand genommen werden, um auf einen möglichen harten Brexit mit praktikablen Alternativen vorbereitet zu sein. Diese Maßnahmen schmälern folglich schon jetzt bei einigen der betroffenen Unternehmen in einem gewissen Umfang die Gewinne.

Der Streit zwischen EU und italienischer Regierung um den von dieser vorgelegten Haushaltsentwurf hat momentan (noch) keine vergleichbaren fundamentalen Auswirkungen auf die Unternehmen der Eurozone im Allgemeinen sowie die italienischen im Speziellen. Dieser Streit ist bisher lediglich ein Stimmungskiller in den Börsensälen. Bei einer Eskalation könnte sich dies aber ändern. Die dann möglichen Auswirkungen sind aber nur schwer zu prognostizieren.

Nach unserer Einschätzung muss ein Investor zwar die Entwicklung bei den

genannten Punkten stets im Blick haben. Wir sehen aber gute Chancen, dass sie einvernehmlich für die jeweiligen Partner gelöst werden können. Alleine die Gesprächsbereitschaft, die beispielsweise am Rande des G20-Gipfels in Argentinien Donald Trump und Xi Jinping bewiesen haben, macht Mut. Und auch die italienische Regierung ist inzwischen von ihrer Ausgangsforderung abgerückt. Hier suchen beide Seiten offenbar die „Mitte“, auf die sie sich einigen können. Diese positive Gesamteinschätzung ist ein wichtiger Punkt für unsere langfristig optimistische Aktienmarkteinschätzung.

DAX und Topix punkten mit attraktiven Dividendenrenditen



Dividenden sprechen vor allem in Deutschland und Japan weiterhin für ein Engagement in Aktien

Die Kursentwicklung von Aktien ist häufig deutlichen Schwankungen unterworfen und nicht in jedem Jahr wird eine positive Performance erreicht. Beides hat 2018 mehr als deutlich bewiesen. Deshalb lohnt umso mehr ein Blick auf das Ausschüttungsverhalten von Unternehmen, das im Gegensatz zur Kursentwicklung deutlich weniger Schwankungen unterliegt. In der Regel wird ein Jahr für Jahr nahezu identischer Prozentanteil des Gewinnes an die Aktionäre als Dividende ausgekehrt. Bei vielen Firmen liegt diese Ausschüttungsquote bei ca. 40 Prozent. Eine gute Geschäftsentwicklung unterstellt, kann ein Aktionär folglich fast sicher mit einer entsprechenden Dividendenzahlung rechnen.

Zudem ist die Geschäftsentwicklung eines Unternehmens leichter prognostizierbar als die Kursentwicklung der Aktie, die häufig externen Faktoren außerhalb des Einflussbereichs des Managements unterliegt.

Beim Vergleich der Dividendenrenditen der von uns analysierten Indizes hat der DAX mit 3,22% die Nase vorn. Auf Platz zwei rangiert der Euro Stoxx 50 mit 2,33%. S&P 500 und Topix folgen leicht abgeschlagen mit 2,05% bzw. 2,21%. Der reine Prozentwert sagt aber wenig über die Attraktivität des Marktes in Bezug auf seine Dividendenrendite aus. Erst wenn man einen Vergleich zw. Dividenden- und Anleiherendite herstellt, erkennt man, was die Dividendenrendite wirklich wert ist. 10-jährige Bundesanleihen rentieren aktuell mit 0,26%. DAX und Euro Stoxx 50 können folglich mit ihren Ausschüttungen überzeugen und dem Investor eine solide Mehrrendite im Vergleich zu Bunds bieten. Selbst der von uns prognostizierte Renditeanstieg auf Jahressicht ändert hieran nichts, zumal wir erwarten, dass die Firmen ihre Dividendenzahlungen in 2019 anheben werden. Für den DAX rechnen wir mit einer neuen Rekordausschüttungssumme von rd. 38 Milliarden Euro. Der Topix weist zwar mit 2,16% eine niedrigere Dividendenrendite als der Euro Stoxx 50 aus. Diese ist bei einer Rendite einer 10-jährigen japanischen Staatsanleihe von 0,07% netto sogar noch moderat attraktiver für einen Investor, als die die der Euro Stoxx 50 bietet, zumal das Risiko, dass die Anleiherenditen im Land der aufgehenden Sonne kurzfristig anziehen, nach unserer Ansicht gering ist. Denn die Bank of Japan sendet bisher keine Signale aus, die ein kurzfristiges Ende ihrer ultralockeren Geldpolitik erwarten lassen. In den USA schlägt die Dividendenrendite die Rendite 10-jähriger Treasuries (2,92%) schon geraume Zeit nicht mehr.

Während folglich bei DAX, Euro Stoxx 50 sowie Topix die Dividendenrendite ein gutes Argument für ein Engagement in Aktien dieser Märkte liefert, muss der S&P 500 andere Kaufgründe liefern.

Ein Anleger darf allerdings nicht nur die Dividendenrendite eines Unternehmens bei

seiner Anlageentscheidung im Blick haben. Eine hohe Dividendenrendite kann auch Gefahr signalisieren. Sie wird ja auf Basis der letzten Ausschüttung berechnet und ist daher nur ein Blick in den Rückspiegel. Denn gerät eine Firma in schwieriges Fahrwasser und der Aktienkurs legt entsprechend den Rückwärtsgang ein, hat dies rein mathematisch zur Folge, dass die Dividendenrendite anzieht. Ob ein Unternehmen, das sich in einer operativ schwierigen Lage befindet, allerdings die Dividendenausschüttung auch nur annähernd konstant halten kann, ist mehr als fraglich.

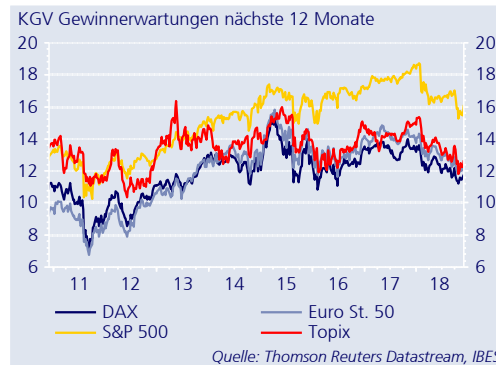
Steigende Unternehmensgewinne eröffnen Kurspotenzial für 2019

Das globale Wirtschaftswachstum dürfte sich nach unseren Berechnungen in 2019 im Vergleich zu 2018 zwar verringern. Dieser Rückgang der Wachstumsrate wird aber nur sehr moderat ausfallen und gibt nach unserer Ansicht keinen Anlass zur Sorge. Auch für die Eurozone im Allgemeinen und Deutschland im Speziellen erwarten wir ein solides Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr. Die in den letzten Monaten nachgebenden Stimmungsindikatoren werten wir nicht als Vorboten einer Krise. Die Unternehmen dürften dieses positive Umfeld mehrheitlich in Umsatz- und Gewinnsteigerungen ummünzen können. Auf aggregierter Basis für DAX und Euro Stoxx 50 erwarten wir Gewinnzuwächse im Vergleich zu 2018 von gut zwölf bzw. knapp elf Prozent. Dies eröffnet beiden Indizes Kurspotenzial auf Jahressicht, das vom Ausmaß her im Bereich des erwarteten Gewinnanstiegs liegen dürfte. Darüber hinausgehendes Kurspotenzial sehen wir momentan nicht. Die Anleger sind aktuell bereit, ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von jeweils ca. zwölf für DAX und Euro Stoxx 50 auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate zu bezahlen. Diese Bepreisung erwarten wir auch zum Ende nächsten Jahres. Dann dürfte der DAX bis in den Bereich von 13.000 Punkten vorgeückt sein. Den Euro Stoxx 50 erwarten wir dann bei 3.500 Zählern.

Die Gewinnaussichten stufen wir in Japan in 2019 nicht so positiv ein. Die noch bestehenden negativen Folgen des Handelsstreits zwischen den USA und China wirken sich hier dämpfend aus. Wir kalkulieren daher für die Unternehmen im Land der aufgehenden Sonne mit einem aggregierten Gewinnplus für den Topix von rd. acht Prozent. Das Kurspotenzial sehen wir trotz einer attraktiven Bewertung u.a. durch die räumliche Nähe zu China auf diese Quote begrenzt. Auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate ist der Topix aktuell mit einem KGV von 12,4 bewertet. Auf Jahressicht dürfte der japanische Leitindex im Bereich von 1.800 Punkten notieren.

Der S&P 500 sollte nach unseren Berechnungen für 2019 ein moderat besseres Gewinnwachstum als der Topix erreichen können. Allerdings dürften zahlreiche Investoren auf Wachstumsraten von 8,5 Prozent enttäuscht reagieren, nachdem sie in den letzten vier Quartalen mit Zuwachsraten von jeweils mehr als zwanzig Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal regelrecht verwöhnt wurden. Denn die gewinnsteigernden Effekte der Trumpschen Steuerreform verlieren zunehmend ihre pushende Wirkung. Außerdem weist der US-Leitindex im Vergleich der vier Indizes mit einem Wert von 16 das mit Abstand höchste KGV auf Basis der Gewinnerwartungen der kommenden zwölf Monate auf. Auf Jahressicht erwarten wir den US-Leitindex im Bereich von 3.000 Punkten.

DAX, Euro Stoxx 50 und Topix attraktiv bewertet



Für alle vier Indizes gilt gleichermaßen, dass kurzfristig die genannten Risiken sowie die geopolitischen Krisen, beispielsweise zwischen der Ukraine und Russland oder in Syrien, das Kurspotenzial deutlich einbremsen. Wir rechnen für die kommenden Woche und Monate mit einer Fortsetzung der volatilen Seitwärtsbewegung an den Märkten. Diese Schaukelbörse dürfte uns bis in den Frühsommer begleiten. Auf Sicht von drei Monaten gestehen wir den Indizes daher nur ein sehr begrenztes Kurspotenzial zu. Der DAX dürfte dann beispielsweise im Bereich von 11.750 Punkten notieren.

Im späteren Jahresverlauf sollten die Belastungen abebben und die Kurse – getragen von den steigenden Unternehmensgewinnen – in Richtung auf die schon genannten Kursziele anziehen.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	04.12.	in 3 M	in 12 M
DAX	11.335	11650-11850	12800-13000
Euro St. 50	3.189	3200-3400	3450-3650
S&P 500	2.700	2750-2850	2900-3000
Topix	1.649	1650-1750	1775-1875

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen Dezember 2018 / Januar 2019

Zinsen in %	04.12.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
3-Monats-Euribor	-0,32	-0,30	-0,30	-0,20	-0,10
2-j. Bunds	-0,61	-0,50	-0,45	-0,35	-0,25
10-j. Bunds	0,26	0,60	0,70	0,90	1,00
USA					
Fed Funds Rate	2,00-2,25	2,50-2,75	2,75-3,00	3,00-3,25	3,00-3,25
3-Monats-Libor	2,74	3,15	3,35	3,50	3,50
2-j. Treasuries	2,79	3,25	3,40	3,50	3,50
10-j. Treasuries	2,91	3,35	3,60	3,50	3,50
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-306	-345	-365	-370	-360
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-265	-275	-290	-260	-250
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	0,07	0,10	0,10	0,10	0,10
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,28	1,50	1,60	1,80	1,90
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
10-j. Swaps ./ Bunds	58	50	50	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-3	-10	-10	-10	-10
EWU Corporates A-Rated ./ Bunds	112	115	110	105	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	363	370	360	350	340
Wechselkurse					
US-Dollar (EUR/USD)	1,1343	1,13	1,15	1,18	1,20
Japanischer Yen (EUR/JPY)	127,91	126	128	132	135
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8920	0,90	0,89	0,89	0,88
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1319	1,12	1,15	1,17	1,18
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,7547	8,00	8,20	8,60	8,80
Commodities					
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	60,38	70	75	75	75
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.238	1.225	1.225	1.200	1.200
Aktien					
	04.12.	KGV		Kursziel	
		2018e	2019e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	11.335	12,9	11,6	11650-11850	12800-13000
Euro Stoxx 50	3.189	13,4	12,1	3200-3400	3450-3650
Standard & Poor's 500 *	2.700	16,9	15,6	2750-2850	2900-3000
Topix	1.649	13,0	12,1	1650-1750	1775-1875




* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen Dezember 2018 / Januar 2019

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

Wichtige geldpolitische Ereignisse im Jahr 2019

			
24. Januar	Zinsentscheid		
30. Januar		Zinsentscheid	
07. Februar			Zinsentscheid
07. März	Zinsentscheid		
20. März		Zinsentscheid	
21. März			Zinsentscheid
10. April	Zinsentscheid		
01. Mai		Zinsentscheid	
02. Mai			Zinsentscheid
06. Juni	Zinsentscheid		
19. Juni		Zinsentscheid	
20. Juni			Zinsentscheid
25. Juli	Zinsentscheid		
31. Juli		Zinsentscheid	
01. August			Zinsentscheid
12. September	Zinsentscheid		
18. September		Zinsentscheid	
19. September			Zinsentscheid
24. Oktober	Zinsentscheid		
30. Oktober		Zinsentscheid	
07. November			Zinsentscheid
11. Dezember		Zinsentscheid	
12. Dezember	Zinsentscheid		
19. Dezember			Zinsentscheid