

April 2019

- **Editorial: Brexit-Drama geht in die Verlängerung**

- **EWU-Konjunktur: Trendwende nach oben lässt noch auf sich warten**
Ein unklares Konjunkturbild zwischen Hoffen und Bangen
Schwachwachstum 2019 – moderate Beschleunigung 2020
Teuerungsrate wird demnächst nochmals nachgeben

- **US-Konjunktur: Risiken und nachlassende Steuerimpulse bremsen das Wachstumstempo**
Q4-Daten bestätigen Überschreitung des konjunkturellen Höhepunkts
Längste Aufschwungphase seit dem 2. Weltkrieg
Aktueller Inflationsrückgang nur temporär

- **Rentenmarkt: EZB begräbt (endgültig) Hoffnung auf Leitzinsanhebung in diesem Jahr**
EZB: Zeitliche Ausdehnung der Forward Guidance...
... wird von einer Neuauflage der TLTROs begleitet
Fed: Konjunkturskepsis und abgesenkte Zinsprojektionen
Rentenmärkte preisen auf absehbare Zeit keine Zinsschritte mehr ein

- **Aktienmarkt: Moderates Kurspotenzial auf Jahressicht**
Geht den internationalen Aktienmärkten die Puste aus?
Kurse geben nach, aber Investoren bleiben entspannt
Berichtssaison USA hier – Eurozone und Japan prüfen
Gestiegene Bewertungen reduzieren Kurspotenzial

Team Chief Investment Strategy PB

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie Postbank
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: 27. März 2019

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.

Brexit-Drama geht in die Verlängerung

Sehr geehrte Damen und Herren,

seit dem Referendum im Juni 2016 hat sich die britische Politik mit (fast) nichts anderem als dem Brexit beschäftigt. Trotzdem ist auch wenige Tage vor dem voraussichtlichen Inkrafttreten des EU-Austritts immer noch unklar, unter welchen Bedingungen Großbritannien die Gemeinschaft verlassen wird. Nachdem der mit der EU ausgehandelte Austrittsvertrag im heimischen Parlament mehrfach abgelehnt wurde, blieb Premierministerin May zuletzt nichts anderes übrig, als eine Verschiebung des Austrittstermins zu beantragen, um einen harten Brexit am 29. März zu vermeiden. Damit die alles überstrahlende Brexit-Frage die Wahlen zum EU-Parlament Ende Mai nicht „vergiftet“, haben die übrigen EU-Mitglieder den Briten hierfür enge Grenzen gesetzt. Nur im Falle einer Teilnahme Großbritanniens an den EU-Parlamentswahlen, was politisch allerdings kaum zu vermitteln wäre, ist ein Austritt nach dem 22. Mai 2019 möglich.

Allerdings droht bereits am 12. April der EU-Austritt, wenn das britische Parlament den ausgehandelten Austrittsvertrag nicht doch noch billigt oder der EU eine glaubwürdige Alternative darlegt. Bisher hat in Großbritannien allerdings auch keine andere Option eine Mehrheit gefunden. In einem wahren Abstimmungs-marathon hat das britische Unterhaus insgesamt acht Alternativen zu Mays Austrittsvertrag abgelehnt, von der Absage des EU-Austritts über die Bildung einer Zollunion mit der EU oder den Beitritt zum Europäischen Wirtschaftsraum bis hin zu einem harten Brexit. Als letztes Druckmittel, den Vertrag mit der EU doch noch durchzusetzen, hat die Premierministerin im Falle einer Zustimmung ihren Rücktritt angeboten. Einzelne Brexit-Hardliner haben daraufhin ihre Unterstützung für den Austrittsvertrag signalisiert, da ansonsten das Risiko einer langfristigen Verschiebung oder gar Absage des Brexits bestünde. Außerdem sehen sie eine gute Chance, dass nach Mays Rücktritt ein Hardliner aus ihren Reihen das Amt des Premierministers und

die weiteren Verhandlungen mit der EU übernimmt. Inwieweit dies ausreicht, um im Parlament eine Mehrheit für den Austrittsvertrag zu erreichen, ist allerdings völlig offen, da die nordirische DUP die darin enthaltene Backstop-Lösung für die irische/nordirische Grenze nach wie vor strikt ablehnt.

Der ökonomische Schaden, der bei einem Austritt ohne Abkommen unweigerlich entstehen würde, ist immens. In diesem Fall wäre sofort mit drastischen Hürden für den grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehr zu rechnen, da Großbritannien aus EU-Sicht den Status eines Drittlandes einnehmen würde. In der Folge würden auf die meisten Importe aus Großbritannien Zölle fällig. Falls die Briten ihrerseits Zölle erheben, würden auch EU-Exporte in Richtung Großbritannien mit Abgaben belegt. Viele Unternehmen, die ihren Warenverkehr bisher ausschließlich innerhalb der EU abgewickelt haben, wären erstmalig mit den Formalitäten einer Zollabfertigung konfrontiert. Zölle wären bei einem harten Brexit aber noch nicht einmal das größte Problem. Ohne eine neue rechtliche Grundlage würden viele Produkte ihre Zulassung in der EU bzw. in Großbritannien verlieren. Um Versorgungsengpässe in elementaren Bereichen wie z.B. bei Medikamenten zu verhindern, müssten sich die EU-Staaten sowie Großbritannien sehr schnell auf praktikable Lösungen einigen, die aber naturgemäß nur vorübergehend gelten könnten. Auf längere Sicht ist ein Freihandelsabkommen, in dem gemeinsame Produktstandards oder Regeln zur gegenseitigen Anerkennung von Zulassungen festgelegt sind, unumgänglich.

Berechnungen zeigen, dass Großbritannien bei einem harten Brexit sehr schnell in eine Rezession rutschen würde. Der Wachstumsverlust in den zwei darauffolgenden Jahren könnte sich auf insgesamt 4 Prozentpunkte belaufen. Auch in der Rest-EU wären die Auswirkungen spürbar, würden



Dr. Marco Bargel,
Chefinvestmentstrategie
Postbank

mit einem Wachstumsverlust von 0,6 Prozentpunkten aber deutlich geringer ausfallen. Für Deutschland wäre ein Effekt in ähnlicher Größenordnung zu erwarten. Bei einem prognostizierten BIP-Wachstum von nur 0,5% in diesem Jahr, könnte ein harter Brexit damit auch bei uns sehr schnell in eine Rezession münden. Mögliche positive Effekte für Deutschland, bspw. durch eine Verlagerung von Produktionsstätten, fallen kaum ins Gewicht und würden vor allem auf kurze Sicht einen Wachstumseinbruch nicht verhindern.

Unabhängig von der Frage nach den Auswirkungen eines harten Brexits, ist bereits durch die Entscheidung Großbritanniens für einen EU-Austritt ein erheblicher ökonomischer Schaden eingetreten. Die britische Volkswirtschaft ist nach dem Brexit-Votum in puncto Wachstum im Vergleich zu anderen EU-Staaten deutlich zurückgefallen, auch weil die Investitionstätigkeit wegen der gestiegenen Unsicherheit gesunken ist. Seit dem Jahr 2016 nahm das Bruttoinlandsprodukt in Großbritannien im Durchschnitt nur um knapp 1,7% pro Jahr zu, nachdem es in den vorangegangenen drei Jahren noch um fast 2,5% gestiegen war. In anderen EU-Staaten hat sich das Wachstum im Vergleichszeitraum dagegen fast verdoppelt. Dennoch sind

auch aus Sicht Deutschlands und anderer Mitgliedstaaten negative Auswirkungen der Brexit-Entscheidung erkennbar. Die deutschen Exporte in Richtung Großbritannien sind zwischen 2015 und 2018 um insgesamt 8% zurückgegangen. Im Bereich Pharma und Autos kam es mit einem Minus von 42% bzw. 22% zu einem regelrechten Einbruch.

Obwohl das britische Parlament einen harten Brexit mit deutlicher Mehrheit abgelehnt hat, besteht wegen der verfahrenen politischen Situation in Großbritannien und der schwierigen Grenzfrage in Irland/Nordirland weiterhin ein erhebliches Risiko, dass Großbritannien die EU ohne Austrittsabkommen verlässt. Privathaushalten und Unternehmen bleibt daher nichts anderes übrig, als sich weiterhin auf den schlimmsten Fall, den eines harten Brexits, einzustellen. Aber auch dann stünde die Tür für Verhandlungen zwischen der EU und Großbritannien immer noch offen. Die negativen wirtschaftlichen Effekte eines harten Brexits dürften auf beiden Seiten schnell den politischen Druck erhöhen, sich zumindest auf ein Freihandelsabkommen zu einigen.

Ihr



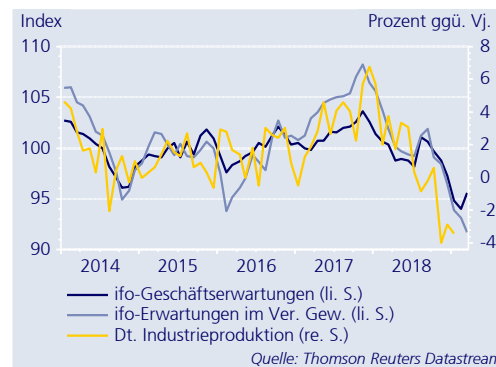
EWU-Konjunktur: Trendwende nach oben lässt noch auf sich warten

Ein unklares Konjunkturbild zwischen Hoffen und Bangen

Die bisher für das laufende Jahr vorliegenden 'harten' Konjunkturdaten und Sentimentindikatoren liefern noch keine klaren Hinweise auf die wirtschaftliche Entwicklung im 1. Quartal, geschweige denn eindeutige Indikationen für die im weiteren Jahresverlauf zu erwartenden Tendenzen. So sind in Deutschland die industriellen Auftragseingänge im Januar im Vormonatsvergleich um 2,6% eingebrochen. Jedoch wurde der Wert für Dezember von ursprünglich gemeldeten -1,6% massiv auf +0,9% revidiert. Überdies legte die Vorjahresrate von -4,5% auf -3,9% zu. Die deutsche Industrieproduktion wiederum ist im Januar um 0,8% gegenüber dem Vormonat gesunken. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass das Dezember-Ergebnis ebenfalls kräftig von -0,4% auf +0,8% revidiert wurde. Angesichts eines Rückgangs der Produktion von 3,4% im Vorjahresvergleich ist dies aber nur ein schwacher Trost. In der Summe bleibt festzuhalten, dass die deutsche Industrie nach einem enttäuschenden Jahr 2018 auch zum Jahresauftakt noch nicht überzeugen konnte. Andererseits sind die Daten aber auch nicht so schlecht, wie sie auf den ersten Blick aussehen. Sie sprechen zwar für eine weiterhin negative Entwicklung der Industrie im laufenden Quartal, bewegen sich aber etwas oberhalb von Niveaus, die üblicherweise in Zeiten gesamtwirtschaftlicher Rezessionen zu verzeichnen sind.

Etwas besser sah es zuletzt im gesamten Euroraum aus. Die EWU-Industrieproduktion ist im Januar gegenüber dem Vormonat kräftig um 1,4% gewachsen. Der Rückgang in Deutschland wurde dabei durch starke Zuwächse in den anderen großen EWU-Ländern (Frankreich: +1,3%; Italien: +1,7%; Spanien: +3,6%) weit mehr als ausgeglichen. Dennoch ist die Erholung zu Jahresbeginn zunächst einmal nicht mehr als ein positiver Rückprall auf die kräftigen Rückgänge in den beiden voran-

ifo-Geschäftserwartungen steigen an – aber nicht im Verarbeitenden Gewerbe



gegangenen Monaten. Nichtsdestotrotz sprechen die aktuellen Zahlen gegen eine Verstärkung des Konjunkturabschwungs oder gar eine Rezession im Euroraum.

Diffuse Signale gehen von den Sentimentindikatoren aus. So ist der EWU-PMI für das Verarbeitende Gewerbe mit 47,6 Punkten tiefer in den kontraktiven Bereich gerutscht, während sich der EWU-Service-PMI mit 52,7 Punkten klar oberhalb der Expansionsmarke von 50 Punkten stabilisieren konnte. Für Deutschland zeichnen die Detail-Ergebnisse der ifo-Umfrage vom März das Bild einer gespaltenen Konjunktur. Einerseits sind die ifo-Geschäftserwartungen erstmals seit August 2018 wieder gestiegen. Dies hält die Hoffnung auf eine konjunkturelle Trendwende im 3. Quartal aufrecht. Andererseits haben die Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe ihren Abwärtstrend fortgesetzt. Dies spricht für eine nochmalige Verschärfung der Kontraktion im industriellen Sektor, so dass ein gesamtwirtschaftliches Rezessionsrisiko für Deutschland bestehen bleibt.

Schwaches Wachstum 2019 – moderate Beschleunigung 2020

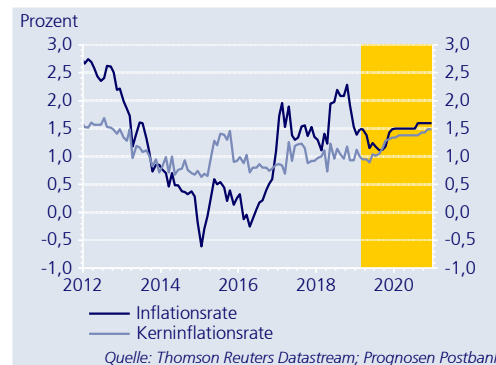
Es wird wohl noch den einen oder anderen Monat dauern, bis sich klar herauschält, welche Signale sich als richtig erweisen.

Dies dürfte auch weiterhin davon abhängen, ob, wann und wie es gelingt, das eine oder andere politische Risiko (vor allem Handelskonflikte und Brexit) aus der Welt zu schaffen oder zumindest deren negative ökonomische Folgen glaubwürdig abzufedern. Für eine Änderung unseres Basisszenarios sehen wir derzeit aber keinen Anlass. Wir gehen weiterhin von einer Fortsetzung der konjunkturellen Schwächephase in der EWU im 1. Halbjahr aus, wobei es Deutschland so gerade eben gelingen sollte eine Rezession zu vermeiden. In der 2. Jahreshälfte dürfte sich das Wachstum dann zwar leicht beleben. Dennoch werden die BIP-Wachstumsraten 2019 mit 0,9% in der EWU bzw. 0,5% in Deutschland mäßig bis mickrig ausfallen. Für 2020 rechnen wir dann mit einem etwas stärkeren BIP-Wachstum von 1,3% im Euroraum bzw. 1,4% in Deutschland, wobei der etwas höhere Wert hierzulande aber ausschließlich einem positiven Arbeitstageeffekt in Höhe von 0,3 Prozentpunkten zu verdanken ist.

Teuerungsrate wird demnächst nochmals nachgeben

Die EWU-Inflationsrate ist im Februar von 1,4% auf 1,5% gestiegen. Für den Anstieg zeichnete insbesondere die zunehmende Teuerung der Energiekomponente, deren Vorjahresrate im Zuge des gestiegenen Ölpreises von 2,7% auf 3,6% anzog,

EWU-Inflationsrate bleibt auch 2020 unter der EZB-Zielgröße von knapp 2%



verantwortlich. Dagegen gab die Kerninflation von 1,1% auf 1,0% nach. Eine Zunahme des grundlegenden Preisdrucks ist trotz deutlicherer Lohnsteigerungen im Euroraum damit nach wie vor nicht auszumachen. In den kommenden Monaten dürfte die Teuerungsrate insgesamt aufgrund von Basiseffekten aus dem zwischenzeitlichen Ölpreisanstieg im letzten Jahr auf gut 1% sinken, bevor sie nachfolgend wieder anzieht, dann wohl auch infolge einer allmählich steigenden Kerninflation. Das Inflationsziel der EZB von „unter, aber nahe bei 2%“ ist aber dennoch vorläufig nicht in Reichweite. Für das laufende Jahr gehen wir von einem Rückgang der Inflationsrate von 1,8% auf 1,3% aus. 2020 dürfte die Teuerung nur moderat auf 1,5% klettern.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

	Deutschland			Euroraum		
	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e
Reales BIP in % ggü. Vj.	1,4	0,5	1,4	1,8	0,9	1,3
Privater Verbrauch	1,0	0,8	1,3	1,3	1,1	1,2
Bruttoanlageinvestitionen	2,6	2,5	2,8	3,1	2,2	2,3
Staatsverbrauch	1,0	1,6	1,4	1,0	1,5	1,3
Exporte	2,0	1,6	3,2	3,0	2,2	2,4
Importe	3,3	3,5	3,9	2,9	2,8	2,8
Außenbeitrag*	-0,4	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	-0,1
Lagerinvestitionen*	0,6	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,0
Arbeitslosenquote in %	5,2	4,9	4,8	8,2	7,7	7,6
Inflationsrate in %	1,8	1,6	1,6	1,8	1,3	1,5
Staatl. Finanzierungssaldo**	1,7	0,8	0,8	-0,8	-1,0	-1,0

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

US-Konjunktur: Risiken und nachlassende Steuerimpulse bremsen das Wachstumstempo

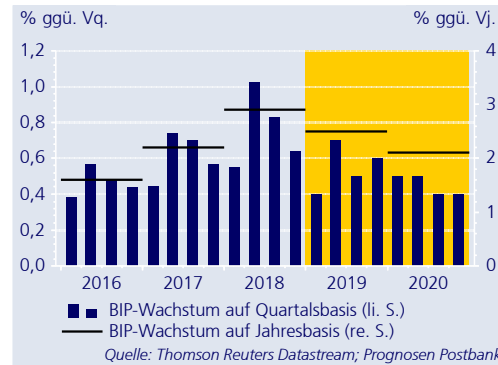
Q4-Daten bestätigen Überschreitung des konjunkturellen Höhepunkts

Bedingt durch den Shutdown wurde das US-BIP-Wachstum für das 4. Quartal 2018 mit erheblicher Verzögerung bekanntgegeben. Gegenüber der Vorperiode legte die Wirtschaftsleistung mit einer annualisierten Rate von 2,6% zu, womit die konjunkturelle Dynamik im Vergleich mit den starken Vorquartalen erwartungsgemäß etwas nachgelassen hat. Positive Impulse gingen dabei weiterhin vom privaten Verbrauch (+2,8%) sowie von den Bruttoanlageinvestitionen (+3,9%) aus. Dagegen hat der Außenhandel die Wachstumsrate um 0,2 Prozentpunkte gedrückt. Im gesamten Jahr 2018 ist die US-Wirtschaft um kräftige 2,9% gewachsen. Hierzu haben alle inländischen Nachfragekomponenten beigetragen, während der Außenhandel die Jahreswachstumsrate um 0,3 Prozentpunkte gedrückt hat, obwohl die Exporte um beachtliche 3,9% ausgeweitet wurden.

Für das zu Ende gehende Quartal zeichnet sich eine weitere Wachstumsabschwächung ab, die allerdings durch Witterungseinflüsse mit verursacht wurde und dadurch tendenziell überzeichnet wird. Bremseffekte ergaben sich z.B. in der Industrie, die ihren Ausstoß im Januar um 0,1% reduzierte und auch im nachfolgenden Monat nicht über Stagnation hinaus kam. Seitens der Industrie ist damit für das 1. Quartal 2019 kein nennenswerter Wachstumsbeitrag zu erwarten. Wir gehen daher nur von einer annualisierten BIP-Wachstumsrate in Höhe von 1,5% aus.

Die Dynamik in der US-Industrie hat ihren Kulminationspunkt zwar inzwischen sehr eindeutig überschritten, ein konjunktureller Absturz des Sektors ist aber nicht zu befürchten. Auf diese Konstellation weisen die Sentimentindikatoren hin, allen voran der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe. Dieser hat im Februar im Vergleich zum Vormonat um 2,4 Punkte auf 54,2

Wachstumstempo normalisiert sich



Zähler nachgegeben, befindet sich damit aber immer noch auf einem Niveau, das eine solide Expansion erwarten lässt. In wesentlich besserer Verfassung scheint sich der US-Dienstleistungssektor zu befinden. Der US-ISM-Serviceindex ist im Februar sehr kräftig von 56,7 auf 59,7 Punkte gestiegen. Besonders stark verbesserten sich die Subindizes für die Geschäftsaktivitäten (64,7 nach 59,7 Punkten) sowie für die Auftragseingänge (65,2 nach 57,7 Punkten). Dies sind jeweils Boom-Niveaus. Selbst wenn das Stimmungsniveau die grundlegende Dynamik überzeichnen sollte, gibt es wohl keine berechtigten Zweifel an einer zumindest vorläufig weiterhin positiven Geschäftsentwicklung im Sektors. Zusammen mit leichten, witterungsbedingten Nachholeffekten im Verarbeitenden Gewerbe und im Bausektor lässt uns dies eine Wachstumsbeschleunigung auf annualisiert 2,7% im 2. Quartal erwarten. Nachfolgend dürften die Quartalsraten aber auf gut 2% absinken. Jenseits dieser eher zufallsbedingten Schwankungen rechnen wir in der Summe für 2019 unverändert mit einem Rückgang des BIP-Wachstums auf immer noch sehr solide 2,5%, wovon ein nicht unerheblicher Teil aber aus dem hohen Wachstumsüberhang aus 2018 resultiert.

Längste Aufschwungphase seit dem 2. Weltkrieg

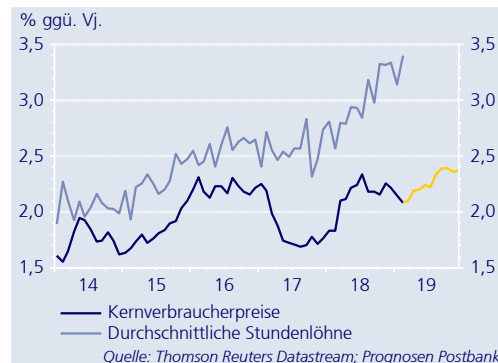
Sollte die US-Wirtschaft nicht doch noch kurzfristig in eine Rezession gefallen sein bzw. noch fallen, darf in den USA zur Jahresmitte ein neuer Rekord gefeiert werden. Mit Beendigung des 2. Quartals 2019 würde der aktuelle Aufschwung zehn Jahre alt und wäre damit der längste seit dem 2. Weltkrieg. Zuvor hatte der Rekord bei neun Jahren und drei Quartalen gelegen (Q2 1991 – Q4 2000), wobei die sich seinerzeit anschließende Rezession aber sehr leicht ausgefallen war. Das Fahrwasser, in das die US-Wirtschaft nun gerät, wird sicherlich schwieriger werden. Zum einen wäre es ganz normal, wenn die zyklischen Auftriebskräfte erlahmten. Zum anderen belasten die Handelskonflikte der USA mit wichtigen Handelspartnern offensichtlich inzwischen auch die US-Wirtschaft. Überdies laufen die wachstumsfördernden Impulse der vor gut einem Jahr in Kraft getretenen Steuersenkungen aus. Es ist damit durchaus verständlich, dass die Konjunktur in den USA im Hinblick auf mögliche Rezessionsrisiken mit Argusaugen betrachtet wird. Wir sehen allerdings diesbezüglich noch keine Anzeichen und würden zudem davon ausgehen, dass die US-Regierung im Vorfeld der 2020 stattfindenden Präsidentschaftswahlen ggf. expansive Maßnahmen ergreifen würde, um eine Rezession – komme was wolle – zu verhindern. Wir rechnen daher für 2020 nur mit einer Wachstumsabschwächung auf 2,1%.

Prognosen Postbank

	USA		
	2018	2019e	2020e
Reales BIP in % ggü. Vj.	2,9	2,5	2,1
Privater Verbrauch	2,6	2,5	2,2
Bruttoanlageinvestitionen	5,3	3,7	3,1
Staatsverbrauch	1,5	1,8	1,8
Exporte	3,9	2,9	3,8
Importe	4,6	4,0	4,0
Außenbeitrag*	-0,3	-0,3	-0,2
Lagerinvestitionen*	0,1	0,0	-0,1
Inflationsrate in %	2,4	1,9	2,3

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Beschleunigte Lohndynamik läuft der Kerninflation davon



Aktueller Inflationsrückgang nur temporär

Die Preisentwicklung verläuft derzeit sehr gedämpft. Zwar gingen im Februar Impulse von den Energie- und den Nahrungsmittelpreisen aus, die im Vormonatsvergleich jeweils um 0,4% zulegten. Jedoch erhöhten sich die Kernverbraucherpreise lediglich um 0,1%. Insgesamt stiegen die Verbraucherpreise um 0,2%. Die Inflationsrate gab aber nochmals nach und liegt mit nunmehr 1,5% auf ihrem niedrigsten Niveau seit zweieinhalb Jahren. Die Kerninflationsrate ermäßigte sich von 2,2% auf 2,1%. In den kommenden Monaten dürfte sich die Inflationsrate in etwa auf dem aktuellen Niveau bewegen. Im weiteren Jahresverlauf sollte sie dann wieder deutlich steigen, da dann dämpfende Basiseffekte aus der Ölpreisentwicklung auslaufen. Insgesamt gehen wir aber für 2019 von einem Rückgang der Teuerungsrate von 2,4% auf 1,9% aus, bevor diese 2020 wieder auf 2,3% steigt. Hierbei unterstellen wir einen weitgehend stabilen Ölpreis. Wie üblich besteht diesbezüglich natürlich Überraschungspotenzial auf der positiven wie der negativen Seite. Auf der Oberseite sehen wir aber noch ein weiteres Risiko. Bei den durchschnittlichen Stundenlöhnen kletterte die Vorjahresrate zuletzt auf 3,4%. Ein stärkerer Zuwachs war zuletzt vor zehn Jahren zu verzeichnen. Zugleich hat sich die Schere zwischen Lohndynamik und Kerninflation beachtlich ausgeweitet und sollte perspektivisch wieder verengt werden, von welcher Seite aus auch immer.

Heinrich Bayer

Rentenmarkt: EZB begräbt (endgültig) Hoffnung auf Leitzinsanhebung in diesem Jahr

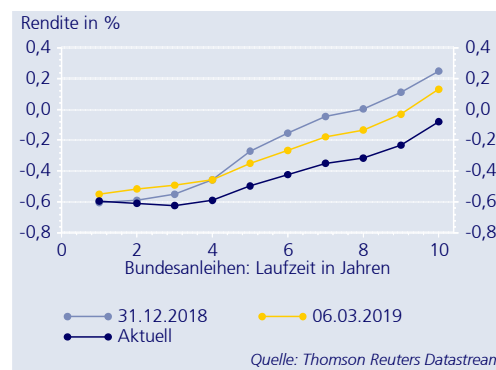
Die Renditen an den Rentenmärkten dies- und jenseits des Atlantiks haben im bisherigen Jahresverlauf deutlich nachgegeben. Verantwortlich hierfür zeichneten in erster Linie die EZB und die US-Notenbank Fed, die beide auf ihren Sitzungen im März einen skeptischeren Konjunkturausblick sowie Geduld bezüglich möglicher zukünftiger Leitzinsanhebungen erkennen ließen. Dabei ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zuletzt sogar erstmals seit Oktober 2016 wieder in negatives Terrain abgesackt, während entsprechende US-Treasuries aktuell im Vergleich zum Jahreswechsel mit 2,37% rund 32 Basispunkte niedriger rentieren und alleine seit der FOMC-Sitzung am 20. März rund 24 Basispunkte eingebüßt haben.

EZB: Zeitliche Ausdehnung der Forward Guidance...

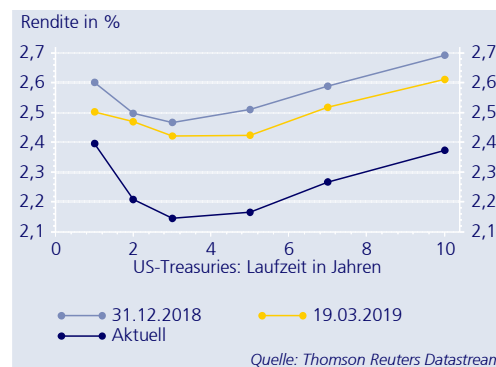
Der EZB-Rat gab im Anschluss an seine März-Sitzung insgesamt fünf geldpolitische Beschlüsse bekannt. Wie schon auf den vorherigen Sitzungen bestätigten die Währungshüter das derzeitige Niveau der Leitzinsen und machten erneut deutlich, dass auch nach dem Ende der Netto-Anleihekäufe zu Beginn dieses Jahres die Reinvestition von Rückflüssen aus dem existierenden Anleihebestand fortgesetzt wird – und zwar über den Zeitpunkt einer ersten Leitzinsanhebung im Euroraum hinaus.

Während diese beiden Ankündigungen naturgemäß nicht überraschen konnten, gab es jedoch eine maßgebliche Änderung der Forward Guidance für die künftige Leitzinsentwicklung im Euroraum. War der EZB-Rat bislang davon ausgegangen, dass die Leitzinsen mindestens „über den Sommer 2019“ auf ihren derzeitigen Niveaus bleiben werden, wurde die Formulierung nun in „bis über das Jahresende 2019“ geändert. Der frühestmögliche Zeitpunkt für eine Leitzinsanhebung wurde damit um mindestens vier Monate nach hinten verschoben. Die Gründe für diese Anpassung

Veränderte Forward Guidance der EZB lässt Bundrenditen weiter sinken

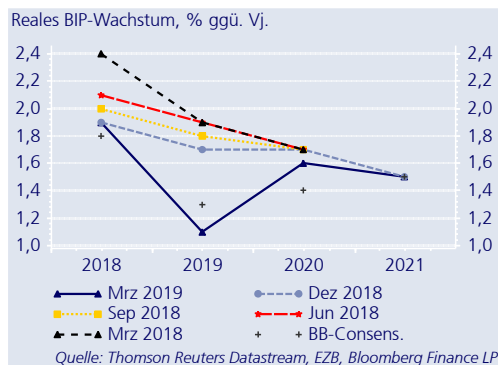


US-Rentenmarkt wird von Konjunkturskeptischer Fed gestützt



der Forward Guidance zum jetzigen Zeitpunkt sind dabei in erster Linie in einem deutlich verhalteneren Konjunkturausblick der EZB zu finden. So wurde bereits im Rahmen der Januar-Sitzung auf diverse, die Erwartungen enttäuschende Konjunkturdaten für die Eurozone sowie größere Risiken für den zukünftigen Ausblick hingewiesen. In der Veröffentlichung der vierteljährlichen Makroprojektionen des EZB-Stabs im Zuge der März-Sitzung haben sich diese nun aber offenkundig manifestiert – und nicht nur das: Die im Vergleich zum Dezember 2018 massive Absenkung der Wachstumsprojektion für das laufende Jahr von +1,7% auf nur noch +1,1% offenbart – gerade angesichts sonst eher kleinschrittiger Projektionsanpassungen – eine grundlegend veränderte Beurteilung

EZB senkt Wachstumsprojektion für 2019 deutlich



des Konjunkturmilieus durch die EZB. Legt man darüber hinaus noch das aktuell sehr verhaltene Wachstumstempo im Euroraum zugrunde, könnte selbst diese Wachstumserwartung noch zu optimistisch sein. Hinzu kommt, dass die Absenkung der Inflationsprojektionen für den Zeitraum 2019 bis 2021 zwar im Vergleich moderater ausfiel, die Notenbank jedoch mit Inflationsraten von 1,2%, 1,5% sowie 1,6% aktuell selbst nicht mehr mit der Erreichung ihres Inflationsziels von „unter, aber nahe bei 2%“ in diesem Zeitraum rechnet. In der Summe bestätigt diese Entwicklung und die hieraus resultierende Anpassung der Forward Guidance unsere Erwartung, dass mit einer Leitzinsanhebung im Euroraum frühestens in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres zu rechnen ist. Wir halten es aber auch keineswegs für ausgeschlossen, dass sich angesichts der vielfältigen Risiken für das Konjunkturmilieu – nicht nur in der EWU, sondern auch rund um den Globus – das Zeitfenster für eine mögliche Leitzinsanhebung bereits für lange Zeit geschlossen hat.

... wird von einer Neuauflage der TLTROs begleitet

Abseits der Leitzinsthematik hat die EZB vor diesem Hintergrund zwei weitere Maßnahmen beschlossen, um günstige Kreditvergabekonditionen der Geschäftsbanken im Euroraum aufrecht zu erhalten und zur reibungslosen Transmission ihrer Geldpolitik beizutragen. So kündigte sie mit TLTRO-III (Targeted Longer-Term Refinancing Ope-

rations) ein Nachfolgeinstrument für die ab Juni kommenden Jahres sukzessive auslaufenden, bisherigen gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO-II) an. Diese helfen den europäischen Geschäftsbanken bei der Einhaltung diverser regulatorischer Liquiditätsvorgaben und sollen die Kreditvergabe im Euroraum stimulieren. Die überraschend bereits zum jetzigen Zeitpunkt bekanntgegebenen Details zur Ausgestaltung der Refinanzierungsgeschäfte werfen dabei die Frage auf, ob die neue TLTRO-Generation eine expansivere oder restriktivere Gangart der EZB signalisiert. Für ersteres spricht, dass nun – beginnend im September 2019 – im Quartalsrhythmus insgesamt sieben Geschäfte ausgeschrieben werden (TLTRO-II: ebenfalls vierteljährlich, aber nur vier Geschäfte). Die maximale Höhe der Mittel, die eine teilnehmende Bank in Anspruch nehmen kann, liegt weiterhin bei 30% ihres anrechenbaren Kreditbestands. Hingegen senden die verkürzte Laufzeit der Geschäfte (zwei statt zuvor vier Jahre) sowie die Vorgabe, dass die aufgenommenen Mittel nun immer zum aktuell gültigen Hauptrefinanzierungssatz verzinst werden müssen, restriktivere Signale. War unter TLTRO-II der zu Beginn des Geschäfts gültige Zinssatz für die gesamte Laufzeit maßgeblich, führen Änderungen des EZB-Leitzinses künftig zu Zinsanpassungen bei den Geschäften im Zeitablauf.

Eine finale Beurteilung, ob die neuen TLTROs eine straffere geldpolitische Gangart der EZB signalisieren, wird aber in entscheidendem Maße davon abhängen, wie das darüber hinaus angekündigte Anreizsystem zur Kreditvergabe, das wie beim Vorgänger auch Bestandteil von TLTRO-III sein wird, konkret ausgestaltet wird. Unter TLTRO-II waren die Geschäftsbanken in der Lage, bei Einhaltung bestimmter Vorgaben die Verzinsung vom Hauptrefinanzierungssatz bis auf den aktuell gültigen Einlagesatz zu senken. Informationen zur entsprechenden Regelung bei TLTRO-III will die EZB erst zu einem späteren Zeitpunkt bekanntgeben. Neben dem maximalen Ausmaß der Vergünstigung wird dabei in unseren Augen auch entscheidend sein, wie hart oder weich die Kriterien zum Erhalt der Vergünstigung im Vergleich zu TLTRO-II ausgestaltet werden.

Ein Detail der überraschend bereits zum jetzigen Zeitpunkt bekanntgegebenen Informationen zu TLTRO-III sorgte bei vielen Marktakteuren für Verwirrung. So beginnt das erste Geschäft unter dem neuen Programm im September 2019. Mit Auslaufen des ersten TLTRO-II-Geschäfts im Juni 2020 entsteht damit aber für die Ein-Jahres-Liquidität der Banken zwischen Juni und September dieses Jahres eine Lücke. Möglicherweise hat die EZB hier einen Testballon gestartet, um die Reaktion der Banken auf eine reduzierte Liquiditätsbereitstellung zu testen. Es könnte sich aber auch um ein Signal handeln, dass weitere/zusätzliche Maßnahmen geplant sind.

Ungeachtet der Frage, ob die neuen TLTRO-III nun tendenziell expansiver oder restriktiver als ihre Vorgänger wirken, bleibt die Geldpolitik im Euroraum auf absehbare Zeit ausgesprochen expansiv. Hierzu trägt auch die fünfte Entscheidung des EZB-Rats auf seiner März-Sitzung bei, der zufolge die Vollzuteilung im Rahmen der üblichen Refinanzierungsgeschäfte der Banken bis mindestens zum Frühjahr 2021 – dem Zeitpunkt der Ausschreibung des letzten der sieben TLTRO-III – aufrechterhalten wird.

Fed: Konjunkturskepsis und abgesenkte Zinsprojektionen

Nach vier Leitzinsanhebungen à 25 Basispunkten im Jahresverlauf 2018 hatte die US-Notenbank bereits zu Beginn dieses Jahres eine zukünftig vorsichtigeren und zunehmend datenabhängigere geldpolitische Gangart angedeutet. Dies wurde im Rahmen der FOMC-Sitzung im März bestätigt. Vor dem Hintergrund zwar immer noch so licher, aber nicht mehr ganz so starker US-Konjunkturdaten beließ die Fed ihren Leitzins in der Spanne von 2,25-2,50%. Die vorsichtigeren Einschätzung findet sich auch in dem im Anschluss an die Sitzung veröffentlichten Statement wieder. Hier war beispielsweise nicht mehr von einer weiteren Stärkung des Arbeitsmarkts die Rede. Zudem wurde explizit auf die Verlangsamung des Wachstums der wirtschaftlichen Aktivitäten hingewiesen. Entscheidend für die Märkte war aber, dass – anders als zu-

vor – der Median der Zinsprojektionen der einzelnen FOMC-Mitglieder („dot plots“) für 2019 nun keinen Zinsschritt mehr zeigt. Spätestens jetzt darf eine weitere geldpolitische Straffung in diesem Jahr – wie an den Finanzmärkten bereits im Vorfeld eingepreist – wohl ad acta gelegt werden. Auch wir haben unsere Prognosen dementsprechend korrigiert und erwarten die Fed Funds Target Rate auf Jahressicht unverändert bei 2,25-2,50%. Neben diesen Entwicklungen sendete die Fed im März ein weiteres dovishes Signal aus. So soll der Prozess des Abbaus von Wertpapieren in ihrer Bilanz bereits bis September dieses Jahres zu einem Ende kommen. Der Bestand an angekauften Assets bliebe damit mit rund 3,5 Bio. US-Dollar größer als ursprünglich für das Ende des Bilanzabbaus erwartet.

Rentenmärkte preisen auf absehbare Zeit keine Zinsschritte mehr ein

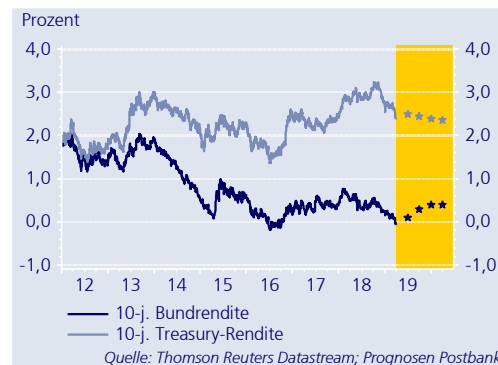
Wie eingangs beschrieben, haben die Rentenmärkte in den vergangenen Wochen mit deutlichen Renditeabschlägen auf den veränderten geldpolitischen Ausblick dies- und jenseits des Atlantiks reagiert. Waren in den letzten Monaten in erster Linie globale Unsicherheitsfaktoren und die damit einhergehende Flucht in die Qualität maßgebliche Treiber der Entwicklung an den Rentenmärkten, rückten somit zuletzt die Notenbanken wieder verstärkt in den Fokus. Dies spiegelt sich auch in der Tatsache wider, dass ein Großteil der im März erfolgten Renditerückgänge erst nach den jeweiligen geldpolitischen Sitzungen der EZB (7. März) beziehungsweise der Fed (20. März) erfolgt ist.

Hierzulande haben dovish Äußerungen von EZB-Präsident Mario Draghi die Abwärtsbewegung am aktuellen Rand noch verschärft. Die nunmehr bis zum 10-Jahres-Bereich in negativem Terrain liegende Renditestrukturkurve am deutschen Rentenmarkt zeigt dabei, dass auf absehbare Zeit keine Leitzinsanhebung im Euroraum mehr erwartet wird. Auch wenn wir einen solchen Schritt im späteren Verlauf des kommenden Jahres (noch) nicht gänzlich ausschließen wollen – ohne nachlassende

Konjunktursorgen oder eine sich schneller dem EZB-Zielwert nähernde Inflationsrate im Euroraum erscheinen diese Markterwartungen durchaus plausibel. Der von uns nach wie vor erwartete Anstieg der 10-jährigen Bundrendite von -0,08% auf 0,40% auf Jahressicht ist somit auch nicht durch den geldpolitischen Ausblick begründet. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die aktuell hohe Nachfrage nach als sicher geltenden Bundesanleihen perspektivisch etwas nachlässt, wenn sich Lösungen bei den übergeordneten Unsicherheitsthemen wie dem Brexit oder den Handelskonflikten abzeichnen. Dies sollte den Bundrenditen ein begrenztes Aufwärtspotenzial eröffnen.

Ein etwas anderes Bild ergibt sich am US-Rentenmarkt. Hier zeigt die jüngste Abwärtsverschiebung und teilweise Invertierung der Treasury-Kurve, dass weitere Leitzinsanhebungen vollständig ausgepreist sind. Vielmehr lässt der aktuelle Verlauf erkennen, dass auf Sicht der kommenden zwei bis drei Jahre eine Rezession in den USA und damit einhergehende Zinssenkungen erwartet werden. Wir halten es jedoch nicht für ausgeschlossen, dass die zuletzt erfolgte Abwärtsverschiebung etwas übertrieben sein könnte und rechnen kurzfristig mit einer Stabilisierung der 10-jährigen

Begrenztes Aufwärtspotenzial für Bundrenditen – Treasuries rückläufig



Treasury-Rendite etwas oberhalb ihres aktuellen Niveaus. Da wir aber ebenfalls vorerst mit keinem Zinsschritt der Fed – weder nach oben, noch nach unten – mehr rechnen, gehen wir nunmehr davon aus, dass die 10-jährige US-Treasury-Rendite auf Jahressicht auf 2,35% und damit in etwa in die Mitte des aktuellen – und wohl auch bis auf Weiteres zukünftigen – Leitzinsbandes sinken sollte.

Dr. Lucas Kramer

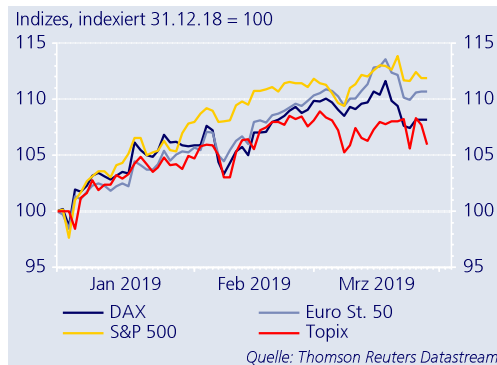
Prognosen Postbank

	27.03.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	2,25-2,50	2,25-2,50	2,25-2,50
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	1,25
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	-0,08	0,10	0,40
US-Treas.	2,37	2,50	2,35
Jap. JGBs	-0,07	0,00	0,05
Brit. Gilts	1,01	1,20	1,75
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	52	50	45
EWUNon-Fin.	91	110	100

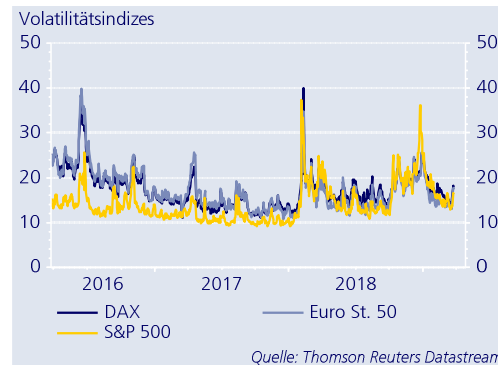
Quelle: Bloomberg Finance LP,
Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt: Moderates Kurspotenzial auf Jahressicht

Dieses Mal gibt die Fed den Spielverderber



Angstindizes zeigen noch keine Panik an



Geht den internationalen Aktienmärkten die Puste aus?

Im Vergleich zu ihren Jahresschlussständen 2018 weisen die vier von uns analysierten Indizes weiterhin positive Veränderungs-raten auf. Der Standard & Poor's 500 (+11,9%) hat unverändert die Nase vorne und auf den Plätzen zwei bis vier folgen Euro Stoxx 50 (+10,7%), DAX (+8,1%) und Topix (+7,7%). Mit bloßem Auge ist aber im obigen Chart zu erkennen, dass sich der Topix de facto seit Mitte Februar in einer Seitwärtsbewegung befindet bzw. die drei anderen Indizes sich zuletzt von ihren bisherigen Jahreshöchstständen wieder entfernt haben. Aber nicht nur diesen vier Leitindizes scheint – zumindest vorübergehend – die Puste auszugehen. Rund um den Globus halten sich offenbar immer mehr Investoren nicht nur mit Neu-positionierungen zurück, sondern nehmen auch einen Teil der im bisherigen Jahres-verlauf aufgelaufenen Kurszuwächse mit. Dies zeigen die Kursentwicklungen von MSCI World und MSCI Emerging Markets, die sich binnen Wochenfrist in der Spitze jeweils rd. zwei Prozent von ihren bisherigen Jahreshochs entfernt hatten. Der S&P 500 hat im gleichen Zeitraum in vergleichbarem Ausmaß korrigiert. Bei DAX (-3,7%) und Euro Stoxx 50 (-3,2%) fielen die Abschlüsse dagegen etwas deutlicher aus.

Auslöser dieses zumindest vorübergehenden Richtungsschwenks an den globalen

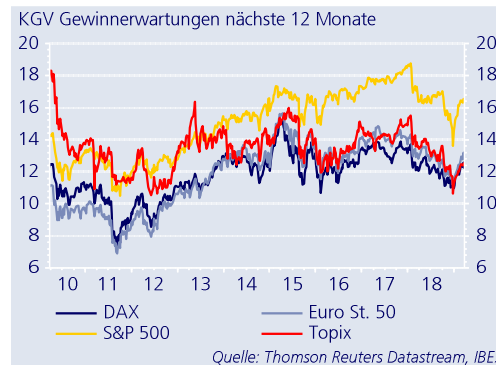
Börsen war die US-Notenbank. Letzten Dezember hatte Fed-Präsident Jerome Powell den Kursaufschwung mit der Ankündigung einer bedächtigeren Vorgehensweise der Fed bei ihren künftigen Zinserhöhungsschritten noch maßgeblich initiiert. Jetzt interpretieren zahlreiche Investoren rund um den Globus das letzte im Anschluss an die US-Notenbanksitzung veröffentlichte Statement dahingehend, dass die Notenbankmitglieder die wirtschaftliche Lage zunehmend vorsichtiger beurteilen. Zudem weist der Median der Zinsprojektionen der einzelnen Fed-Mitglieder für dieses Jahr nun auf keinen Zinsschritt mehr hin. Sorgen vor einer möglichen konjunkturellen Schwäche der größten Volkswirtschaft, die auf die Entwicklung der weltweiten Konjunktur ausstrahlen könnte, machten sich unter den Investoren breit und Gewinnmitnahmen waren die Folge.

Kurse geben nach, aber Investoren bleiben entspannt

Anders als im Dezember 2018 sind die Volatilitätsindizes, die aus Terminkontrakten gebildet werden und die zukünftig zu erwartenden Marktschwankungen anzeigen, aktuell noch nicht angesprungen. Damals verfolgte die Fed noch konsequent den von ihr seinerzeit eingeschlagenen Zinserhöhungskurs und eine stetig zunehmende Investorenzahl befürchtete, dass

die Zinserhöhungen zu einer Belastung für die konjunkturelle sowie die Aktienmarktentwicklung werden könnte. Aktuell bleiben die Investoren allen Konjunktursorgen zum Trotz aber noch entspannt. Die Volatilitätsindizes notieren immer noch in ihren Komfortzonen unter der 20 Punkte-Marke. Das Risiko eines kurzfristig einsetzenden deutlichen Kursrücksetzers ist nach unserer Ansicht daher eher gering. Wir erwarten vielmehr auf kurze Sicht eine volatile Seitwärtsbewegung der von uns analysierten Indizes.

Bewertungen haben weiter zugelegt



Berichtssaison USA hui – Eurozone und Japan pfui

Die Berichtssaison der Unternehmen rund um den Globus zu ihrem Geschäftserfolg im 4. Kalenderquartal ist so gut wie abgeschlossen. In den USA beispielsweise haben nahezu alle 500 der im S&P 500 gelisteten Unternehmen ihre Bilanzen für das Quartal vorgelegt. Wie gewohnt haben die Firmen mit klaren Mehrheiten die Konsensprognosen der Analysten zu Umsatz und/oder Gewinn je Aktie (EPS) übertroffen. Im Vergleich zum Vorjahresquartal steigerten jeweils mehr als 70 Prozent Umsatz und/oder EPS. Besonders beim EPS wird deutlich, dass das Doping der Trump'schen Steuersenkung ausgelaufen ist. Denn in den vier Vorquartalen belief sich die Quote der Unternehmen, die ihr EPS im Vergleich zum Vorjahresquartal steigern konnten, jeweils auf mehr als 80 Prozent. Positiv ist hervorzuheben, dass auf aggregierter Basis für den US-Leitindex sowohl bei Umsatz als auch EPS Zuwächse im Vergleich zur Vorjahreszahl zu Buche stehen. Bei DAX, Euro Stoxx 50 sowie Topix haben sich dagegen auf dieser Rechnungsbasis Gewinnrückgänge im Vorjahresvergleich eingestellt.

Dank der Steuergeschenke erreicht der S&P 500 auch für das Gesamtjahr 2018 einen Gewinnanstieg von 24 Prozent. Während der Euro Stoxx 50 mit einem Zuwachs von vier Prozent noch im positiven Terrain bleiben konnte, gaben die Gewinne im Vorjahresvergleich sowohl beim DAX (minus acht Prozent) als auch beim Topix (minus drei Prozent) im Vergleich zu 2017 nach.

Gestiegene Bewertungen reduzieren Kurspotenzial

In den letzten Monaten sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse getrieben von einem Mix aus steigenden Kursen und reduzierten Gewinnerwartungen gestiegen. Mit Ausnahme des Topix sind die Indizes nun mit KGV gepreist, die oberhalb ihres jeweiligen langfristigen Medians seit 2003 liegen. Somit sind sie nicht mehr uneingeschränkt als attraktiv zu bezeichnen. Im Konsens erwarten die Bottom-Up Analysten lt. Ibes für alle vier Indizes Gewinnzuwächse im mittleren einstelligen Prozentbereich in diesem Jahr im Vergleich zu 2018. Steigende Gewinne eröffnen grundsätzlich Kurszuwächse. Mit Blick auf die deutlichen Kursanstiege, die die Indizes im bisherigen Jahresverlauf schon gezeigt haben, und unter Berücksichtigung der gestiegenen KGV, stufen wir das weitere Kurspotenzial für die vier Indizes nurmehr als moderat ein. Sie sollten aber alle auf Jahressicht über ihren aktuellen Niveaus notieren.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	26.03.	in 3 M	in 12 M
DAX	11.419	11400-11600	12200-12400
Euro St. 50	3.322	3225-3425	3350-3550
S&P 500	2.805	2775-2875	2950-3050
Topix	1.609	1575-1675	1600-1700

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen April 2019

Zinsen in %	27.03.	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	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
2-j. Bunds	-0,60	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50
10-j. Bunds	-0,08	0,10	0,30	0,40	0,40
USA					
Fed Funds Rate	2,25-2,50	2,25-2,50	2,25-2,50	2,25-2,50	2,25-2,50
3-Monats-Libor	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60
2-j. Treasuries	2,20	2,40	2,40	2,40	2,40
10-j. Treasuries	2,37	2,50	2,45	2,40	2,35
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-291	-290	-290	-290	-290
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-245	-240	-215	-200	-195
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	-0,07	0,00	0,05	0,05	0,05
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,01	1,20	1,50	1,75	1,75
Swap/Credit Spreads in Basispunkten	27.03.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	52	50	50	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	0	-10	-10	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	91	110	105	105	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	338	350	350	340	340
Wechselkurse	27.03.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,1254	1,13	1,14	1,15	1,15
Japanischer Yen (EUR/JPY)	124,35	125	125	120	120
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8514	0,85	0,83	0,82	0,83
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1201	1,13	1,14	1,15	1,16
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,5719	7,75	7,90	8,05	8,15
Commodities	27.03.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	67,15	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.310	1.300	1.260	1.230	1.250
Aktien	27.03.	KGV		Kursziel	
		2019e	2020e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	11.419	12,5	11,4	11400-11600	12200-12400
Euro Stoxx 50	3.322	13,2	12,0	3225-3425	3350-3550
Standard & Poor's 500 *	2.805	17,0	15,2	2775-2875	2950-3050
Topix	1.609	12,5	11,9	1575-1675	1600-1700

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen April 2019

	BIP, real								BIP, real			Inflationsrate		
	in % ggü. Vq., sb.								in % ggü. Vj.			in %		
	2019e				2020e				2018	2019e	2020e	2018	2019e	2019e
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4						
Deutschland	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	1,4	0,5	1,4	1,8	1,6	1,6
Euroraum	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,8	0,9	1,3	1,8	1,3	1,5
USA	0,4	0,7	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	2,9	2,5	2,1	2,4	1,9	2,3
Japan	-0,1	0,2	0,3	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,8	0,3	0,2	1,0	0,5	0,7