

Mai 2019

- **Editorial: China unter Druck**

- **EWU-Konjunktur: Licht am Ende des Tunnels oder doch nur ein Irrlicht?**
Industrie im Euroraum mit Zuwächsen – Deutschland aber weiterhin schwach
Intakte Erwartung auf konjunkturelle Belebung im 2. Halbjahr
Teuerung im Euroraum bleibt vorläufig sehr gedämpft

- **US-Konjunktur: Leichte Wachstumsdelle zum Jahresauftakt**
Wohl nur schwaches Wachstum des privaten Verbrauchs im 1. Quartal
Konjunkturelle Auftriebskräfte stärker als Abwärtsrisiken
Benzinpreise heben Inflationsrate aktuell etwas an

- **Rentenmarkt: Konjunkturoffnungen führen zu Stabilisierung der Kapitalmarktzinsen**
EZB: Gestaffelter Einlagezins offensichtlich in der Prüfung
Renditetief bei Bundesanleihen erst einmal überwunden
Spreads von EWU-Staatsanleihen trotzen Risiken

- **Aktienmarkt: Investoren sind weiterhin optimistisch**
Neue und Alte Welt wieder zurück in der Erfolgsspur
Berichtssaison rückt in den Fokus der Investoren
Auf kurze Sicht sollten gestiegene Bewertungen Indizes ausbremsen
Erwartete konjunkturelle Erholung dürfte Kursentwicklung langfristig positiv beeinflussen

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: 23. April 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.

China unter Druck

Sehr geehrte Damen und Herren,

nachdem die US-Regierung noch immer nicht bekanntgegeben hat, ob sie auf Autoimporte aus der EU Strafzölle erheben wird, steigt aktuell die Sorge vor einer Verlagerung des US-Handelsstreits in Richtung Europa. Die von Juncker und Trump im Sommer 2018 angekündigten Gespräche über einen Abbau von Zöllen auf Industriegüter haben noch nicht einmal richtig begonnen. Erst jetzt haben sich die EU-Staaten auf ein Verhandlungsmandat geeinigt und damit die Voraussetzung für den Beginn formaler Verhandlungen geschaffen. Die Verzögerung liegt auch daran, dass sich die EU-Staaten sehr lange nicht auf eine Verhandlungsstrategie einigen konnten. Während einige Länder, z.B. Frankreich, Sorge vor einer Öffnung des Agrarmarktes haben, wollen Länder wie Deutschland Strafzölle auf Industrieprodukte um (fast) jeden Preis verhindern. Die Zeit drängt. Der US-Präsident hat noch bis zum 19. Mai Zeit zu entscheiden, ob er höhere Zölle gegen EU-Fahrzeuge verhängen möchte. Wie dringlich eine Aufnahme von Verhandlungen zwischen der EU und den USA ist, zeigt auch die jüngste Drohung beider Seiten, wegen staatlicher Beihilfen für die großen Flugzeugbauer gegenseitig Strafzölle auf Güter im Volumen von rund 10 Mrd. Euro zu erheben.

Keine Frage: Die USA sind für Deutschland und Europa nach wie vor ein sehr wichtiger Handelspartner. Allein durch die Größe der Volkswirtschaft und die hohe Kaufkraft der Privathaushalte ist der US-Markt für viele deutsche Unternehmen interessant. Daher liegen die USA als Destination für deutsche Exporte seit einigen Jahren auch auf Platz 1. China hat in den vergangenen Jahren aber stark aufgeholt und belegte 2018 nach Frankreich bereits den dritten Platz unter den wichtigsten deutschen Exportzielländern. Die Exporte nach China wuchsen in den vergangenen zehn Jahren im Jahresdurchschnitt um gut 11% und damit rund doppelt so stark wie die Ausfuhren in die USA. Setzt sich der Trend

fort, wird das Schwellenland die USA als wichtigste deutsche Exportdestination in ein paar Jahren ablösen. Diese Entwicklung ist kaum überraschend, gilt der US-Markt doch in vielen Bereichen, bspw. bei Autos, als weitgehend gesättigt. Dagegen besteht in China auch nach mehreren Dekaden rasanten Wachstums immer noch ein immenses Aufholpotenzial. Das Pro-Kopf-Einkommen liegt kaufkraftbereinigt gerade einmal bei knapp 20 Tsd. US-Dollar, in entwickelten Volkswirtschaften beträgt der Durchschnitt 53 Tsd. US-Dollar.

Um den Aufholprozess voranzutreiben, hat der chinesische Staat jahrelang für eine sehr hohe Investitionstätigkeit gesorgt. Davon hat in starkem Maße auch der deutsche Maschinenbau, der die benötigten Ausrüstungsgüter lieferte, profitiert. Hier liegt aber genau auch die Achillesferse Deutschlands. Reduziert sich das Wachstum in China, leidet auch die Konjunktur in Deutschland. Eine Analyse der Bundesbank zeigt, dass Deutschland unter allen Euro-Ländern von einem Konjunkturabschwung in China am stärksten negativ betroffen ist. Insofern kann uns der Handelsstreit zwischen den USA und China auch nicht egal sein, da er das BIP-Wachstum in China belastet und auf diesem Wege indirekt auf unsere Volkswirtschaft ausstrahlt.

Abgesehen von einer hohen konjunkturellen Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von China ist hierzulande auch die Sorge vor einer technologischen Überlegenheit des Schwellenlandes gewachsen. Es wird befürchtet, dass sich ein Land wie China mit seinem riesigen Binnenmarkt insbesondere in zukunftsweisenden, digitalen Branchen einen uneinholbaren Wettbewerbsvorsprung verschaffen könnte, zumal der relativ laxer Datenschutz potenziell ein höheres Entwicklungstempo ermöglicht. Hinzu kommt, dass sich die chinesische Industriepolitik zunehmend auf Bereiche verlagert, in denen deutsche Unternehmen, wie z.B. im Automobilssektor, eine



Dr. Marco Bargel,
 Chefinvestmentstrategie
 Postbank

starke Stellung einnehmen. Insofern könnte der Wettbewerbsdruck für deutsche Unternehmen weiter steigen und diese könnten Marktanteile zugunsten chinesischer Hersteller verlieren.

Internationaler Wettbewerb und Handel garantieren allen beteiligten Volkswirtschaften nur dann einen maximalen Wohlfahrtsgewinn, wenn der grenzüberschreitende Waren- und Dienstleistungsverkehr unter freien und fairen Bedingungen stattfindet. Die Realität ist davon weit entfernt. Zahlreiche Subventionen und Schutzzölle auf Seiten Chinas wie auch der USA und der EU verzerren die Preise der Güter und damit den internationalen Handel. Beschränkungen für ausländische Direktinvestitionen und mangelnder Schutz von immateriellem Eigentum insbesondere in China verhindern eine effiziente, für alle Seiten gewinnbringende internationale Arbeitsteilung. Daher ist es wichtig, mit China Gespräche über einen Abbau wettbewerbsverzerrender staatlicher Eingriffe zu

führen. Die aggressive Handelspolitik Donald Trumps mag auf den ersten Blick kontraproduktiv und martialisch wirken, da sie das Risiko einer wohlfahrtsschädigenden Eskalation beinhaltet. Sie hat aber erkennbar den Druck auf die chinesische Regierung erhöht, sich für einen Abbau von Zöllen und Subventionen zu öffnen.

Die EU sollte die Gunst der Stunde nutzen, jetzt nicht nur mit den USA, sondern auch mit China formelle Gespräche über einen Abbau von Zöllen und Subventionen zu führen. Auch die Voraussetzungen für einen baldigen Abschluss der seit 2013 laufenden Verhandlungen über ein Investitionsabkommen mit China dürften günstig sein. Nur unter fairen und gleichen Wettbewerbsbedingungen ist gewährleistet, dass Deutschland und andere EU-Staaten auf Dauer erfolgreich am internationalen Handel teilnehmen können. Dann sollten auch die Sorgen vor einem technologisch führenden China kleiner werden.

Ihr



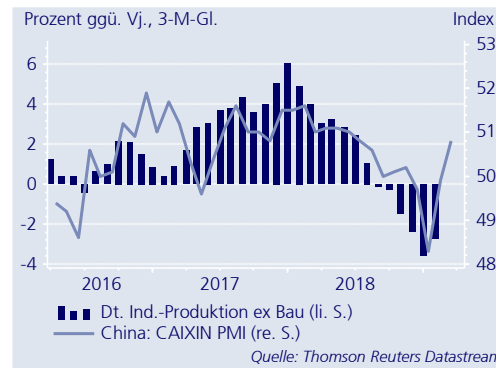
EWU-Konjunktur: Licht am Ende des Tunnels oder doch nur ein Irrlicht?

Industrie im Euroraum mit Zuwächsen – Deutschland aber weiterhin schwach

Die EWU-Industrie hat sich zum Jahresauftakt besser entwickelt als erwartet. Im Februar ist der Output nur um 0,2% im Vormonatsvergleich gesunken. Die Befürchtungen eines kräftigeren Rückgangs haben sich damit nicht bestätigt. Wichtiger noch war aber, dass die Produktion im Januar nicht wie ursprünglich vermeldet um 1,4%, sondern sogar um satte 1,9% zugelegt hat. Insbesondere sorgten kräftige Zuwächse in Italien (+0,8%, Januar +1,9%) und Frankreich (+0,4%, Januar +1,3%) für einen in der Summe gelungenen Jahresstart. Im Durchschnitt der beiden ersten Monate des 1. Quartals 2019 übertraf die Produktion auf EWU-Ebene das Durchschnittsniveau des 4. Quartals 2018 um 0,7%. Dies spricht für einen positiven Beitrag der Industrie zum EWU-BIP-Wachstum im 1. Quartal.

Während damit die Industrie auf der Ebene der gesamten EWU schneller als erwartet nicht mehr auf der konjunkturellen Dynamik lasten dürfte, kann für Deutschland diesbezüglich noch keine Entwarnung gegeben werden. Hierzulande war die Entwicklung zuletzt gespalten. Die Industrieproduktion ohne den Bausektor ermäßigte sich im Februar um 0,4%, nachdem sie im Januar um 0,2% nachgegeben hatte. Diese eher moderaten Rückgänge verblassen aber gegenüber den Einbrüchen, die bei den industriellen Auftragseingängen zu verzeichnen waren. Letztere sanken im Februar um 4,2% im Vormonatsvergleich, nachdem sie zum Jahresauftakt um 2,1% nachgegeben hatten. Die Vorjahresveränderungsrate rauschte von -3,6% auf -8,4% – niedriger hatte sie zuletzt in der auf die Finanzkrise folgenden Rezession im Jahr 2009 gelegen. Rezessive Tendenzen in der deutschen Industrie sind angesichts dieser Entwicklung nicht von der Hand zu weisen und es steht zu befürchten, dass diese auf ganz kurze Frist auch nicht zu überwinden sein werden.

Dt. Industrie in der Talsohle – bessere Stimmung in China macht Hoffnung



Gleichwohl gibt es keinen Anlass zu konjunktureller Schwarzmalerei für Deutschland. So stand den schwachen Aktivitäten im Verarbeitenden Gewerbe zuletzt ein extremer, positiver Schub im Baugewerbe gegenüber. Betrachtet man die Industrieproduktion einschließlich Bau, so zeichnet sich von dieser Seite sogar ein leicht positiver Beitrag zum BIP-Wachstum im 1. Quartal ab. Auch sind die Einzelhandelsumsätze in den beiden ersten Monaten 2019 außergewöhnlich stark gestiegen, was auf einen wieder kräftigeren Zuwachs beim privaten Verbrauch hindeutet. Trotz schwacher Entwicklung von Produktion und insbesondere Auftragseingängen im Verarbeitenden Gewerbe zu Jahresbeginn rechnen wir daher für Deutschland unverändert mit einem kleinen BIP-Zuwachs von 0,1% im 1. Quartal, womit eine gesamtwirtschaftliche Rezession vermieden würde. Für unsere Prognose eines EWU-BIP-Wachstum in Q1 von +0,2% sehen wir inzwischen sogar ein leichtes Aufwärtsrisiko.

Intakte Erwartung auf konjunkturelle Belebung im 2. Halbjahr

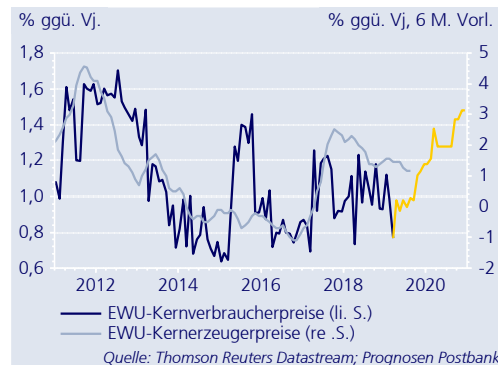
Überdies zeichnet sich am Horizont auch Hoffnung für eine Trendwende zum Positiven im Verarbeitenden Gewerbe Deutschlands ab. So korrelierte dessen Stimmung und am Ende auch die Produktion in den

letzten Jahren recht gut mit der Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe Chinas. Gründe hierfür sind die inzwischen hohen deutschen Ausfuhren ins Reich der Mitte. Auch sind die Industriesektoren beider Länder stark exportorientiert, was eine gleichgerichtete Abhängigkeit von der Entwicklung der globalen Nachfrage nach sich zieht. In der chinesischen Industrie hat sich nun die Stimmung in den letzten beiden Monaten massiv verbessert, nachdem sie zuvor ein ganzes Jahr auf Talfahrt gegangen war. Dies könnte bei aller Vorsicht ein Hinweis sein, dass sich die Exportaussichten der deutschen Unternehmen bald wieder verbessern, womit dann eine wichtige Grundlage für eine wieder anziehende Produktion hierzulande gelegt würde. Wir gehen deshalb sowohl für Deutschland, als auch für die EWU insgesamt unverändert von einer konjunkturellen Belebung im 2. Halbjahr aus. Dennoch sollte das BIP-Wachstum 2019 mit lediglich 0,5% (D) bzw. 0,9% (EWU) schwach ausfallen. Für 2020 rechnen wir mit etwas höheren Zuwachsraten von 1,4% bzw. 1,3%.

Teuerung im Euroraum bleibt vorläufig sehr gedämpft

Die EWU-Inflationsrate ist im März von 1,5% auf 1,4% gesunken. Dabei war der von den Energiepreisen ausgehende, preistreibende Effekt stärker als im Vormonat. Entscheidend für den Rückgang der Inflati-

Noch keine klaren Hinweise auf baldigen Anstieg der Kerninflation



onsrate war denn auch die von 1,0% auf 0,8% gesunkene Kerninflation. Es steht zu vermuten, dass sie durch die variable Lage des Osterfestes (Ende März 2018 bzw. 2. April-Hälfte in diesem Jahr), das bei einigen Gütergruppen regelmäßig zu temporären Preisschüben führt, im März nach unten verzerrt wurde. Somit könnte es bei der Kerninflation im April zwar zu einer Gegenbewegung nach oben kommen, wobei sich eine nachhaltige Beschleunigung aber noch nicht abzeichnet. Andererseits wird die Teuerungsrate in den kommenden Monaten durch Basiseffekte aus der Ölpreisentwicklung in 2018 voraussichtlich weiter in Richtung 1% gedrückt. Wir rechnen daher für dieses Jahr nur mit einer EWU-Inflationsrate von durchschnittlich 1,2%. 2020 dürfte diese auf 1,5% steigen.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

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

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

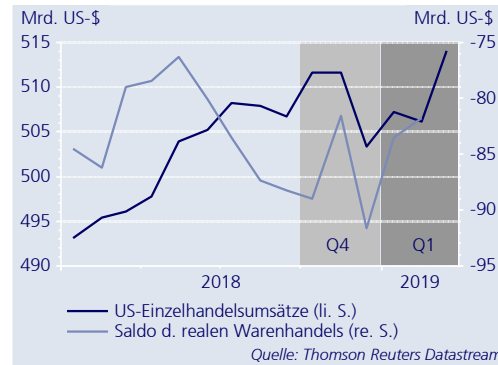
US-Konjunktur: Leichte Wachstumsdelle zum Jahresauftakt

Wohl nur schwaches Wachstum des privaten Verbrauchs im 1. Quartal

Die US-Wirtschaft präsentierte sich zu Jahresbeginn in durchwachsender Verfassung. Angebotsseitig lässt sich dies an der Industrieproduktion ablesen. Zuletzt ist diese im März gegenüber dem Vormonat um 0,1% gesunken und dümpelte damit bereits den vierten Monat in Folge vor sich hin. Im 1. Quartal insgesamt ergab sich im Vergleich mit der Vorperiode ein Rückgang der Produktion um 0,1%. Damit ist seitens der Industrie kein nennenswerter Impuls auf das BIP-Wachstum ausgegangen, weder in positiver noch in negativer Hinsicht. In Anbetracht der weiterhin guten Stimmung in den Unternehmen gehen wir aber unverändert davon aus, dass es sich hierbei nur um eine Delle handelt und die US-Industrie ihren Aufwärtstrend demnächst wieder aufnehmen wird. Jedoch wird die Dynamik des vergangenen Jahres wohl nicht mehr erreicht werden.

Positives gab es zuletzt vom Einzelhandel zu berichten. Dieser steigerte seine Umsätze im März außergewöhnlich stark um 1,6% gegenüber dem Vormonat, nachdem diese im Februar noch um 0,2% gesunken waren. In den starken Zahlen schlugen sich zwar auch deutlich gestiegene Autoabsätze und Tankstellenumsätze nieder, wobei letztere von höheren Benzinpreisen profitierten. Aber auch ohne diese Komponenten ergab sich ein Zuwachs um 0,9%. In Anbetracht der auf breiter Front kräftigen Aufwärtsbewegung scheint die Schwächephase bei den Einzelhandelsumsätzen, die sich um den Jahreswechsel herum ergeben hatte, nunmehr überwunden. Gleichwohl sind die Umsätze im 1. Quartal gegenüber der Vorperiode kaum über Stagnation hinausgekommen. Dies lässt auf ein eher moderates Wachstum des privaten Verbrauchs zu Jahresbeginn schließen. Damit zeichnet sich sowohl von der Produktionsseite als auch von der binnenwirtschaftlichen Nachfrage eine deutliche Dämpfung des BIP-Wachstums ab.

Rückgang des realen Handelsdefizits kontert Schwäche des Einzelhandels



Genauso klar zeichnet sich aber auch ab, dass eine Komponente dagegen gehalten hat. So hat sich der US-Außenhandelsaldo außergewöhnlich gut entwickelt. Nachdem das US-Handelsbilanzdefizit im Januar sehr stark von 59,9 auf 51,1 Mrd. US-Dollar gefallen war, kam es im Februar keineswegs zu der erwarteten Gegenbewegung. Vielmehr sank das Defizit weiter auf 49,4 Mrd. US-Dollar. Auch in realer Rechnung zeichnet sich nun eine deutliche Verbesserung der Außenhandelsbilanz für das 1. Quartal gegenüber der Vorperiode ab. Selbst für den Fall, dass der Fehlbetrag im März wieder steigen sollte, gehen wir davon aus, dass der Außenhandel im 1. Quartal einen Beitrag zum BIP-Wachstum in Höhe von annualisiert einem vollen Prozentpunkt oder sogar noch mehr geleistet hat. Häufig geht ein sich verbessernder Außenbeitrag aber mit einem negativen Lagereffekt einher, insbesondere, wenn er nicht nur aus steigenden Exporten, sondern auch aus sinkenden Importen resultiert. Genau dies war in den ersten beiden Monaten dieses Jahres aber der Fall. Dem sich abzeichnenden positiven Beitrag des Außenhandels sollte damit ein negativer Lagerbeitrag gegenüber stehen, der aber wohl nicht ganz so stark ins Gewicht fallen dürfte. Unter dem Strich erwarten wir in dieser komplexen Gemengelage eine leichte Abschwächung des BIP-Wachstums von zuvor annualisiert 2,2% auf 2,0%.

Konjunkturelle Auftriebskräfte stärker als Abwärtsrisiken

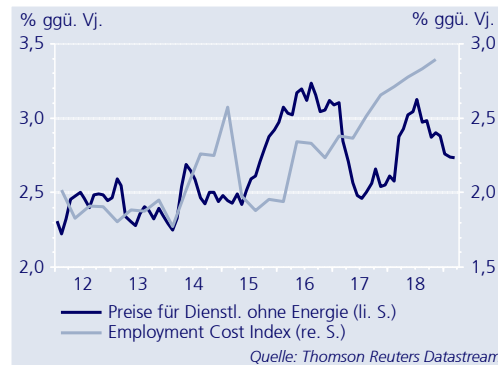
Für die Entwicklung der US-Konjunktur im weiteren Jahresverlauf sind wir weiterhin optimistisch. Die Verbraucher sind nach wie vor in guter Stimmung, so dass sich die von uns erwartete, deutliche Abschwächung des Konsumwachstums im 1. Quartal als vorübergehend erweisen sollte. Der Investitionszyklus scheint ebenfalls noch intakt. Und wenn sich unsere Erwartung einer nennenswerten Lagerkorrektur zu Jahresbeginn bestätigen sollte, wäre von dieser Seite kein weiterer, allzu bedeutender Abwärtsdruck auf das BIP-Wachstum zu befürchten. Natürlich existieren weiterhin Risiken, insbesondere von der außenwirtschaftlichen Flanke und hierunter namentlich durch die von der US-Regierung selber geschürten Handelskonflikte. Hier gibt es jedoch trotz anhaltenden Säbelrasselns hoffnungsvolle Zeichen, insbesondere im Hinblick auf die Verhandlungen mit China. Auch scheint das Reich der Mitte konjunkturell wieder Tritt gefasst zu haben, was die Gefahr einer nachhaltigen globalen Wachstumsschwäche reduziert. Letztlich sollten sich die konjunkturellen Auftriebskräfte in den USA bis auf Weiteres stärker erweisen als die Abwärtsrisiken. Wir rechnen daher für 2019 weiterhin mit einem soliden BIP-Wachstum von 2,5%. Für 2020 erwarten wir zwar eine Abschwächung auf 2,0%, was aber angesichts des Umstands, dass die US-Wirtschaft dann schon ins zwölfte Aufschwungsjahr ginge, durchaus beachtlich wäre.

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Sehr ruhiges Preisklima trotz steigender Beschäftigungskosten



Benzinpreise heben Inflationsrate aktuell etwas an

Die US-Verbraucherpreise sind im März gegenüber dem Vormonat um 0,4% gestiegen. Dadurch kletterte die Inflationsrate deutlich von 1,5% auf 1,9%. Ein treibender Effekt ging vom Faktor Energie aus, der sich binnen Monatsfrist um 3,5% verteuerte. Die ohne die Komponenten Energie und Nahrungsmittel berechneten Kernverbraucherpreise legten gegenüber dem Vormonat lediglich um 0,1% zu. Die Kerninflationsrate sank von 2,1% auf 2,0%. Der grundlegende Preisauftrieb in den USA blieb damit bislang verhalten. In den kommenden Monaten dürfte die Inflationsentwicklung durch zwei gegenläufige Trends geprägt werden. Unter der Annahme eines auf dem aktuellen Niveau weitgehend konstanten Ölpreises sollte die Inflation aufgrund von Basiseffekten aus der Ölpreisentwicklung des Vorjahres leicht gedrückt werden. Auf der anderen Seite halten wir den jüngsten Rückgang der Kerninflation vor dem Hintergrund einer anhaltenden Beschleunigung des Aufwärtstrends bei den Arbeitskosten für nicht dauerhaft. Diese Effekte sollten sich gegenseitig weitgehend kompensieren, so dass die Inflationsrate im weiteren Jahresverlauf um die Marke von 2% pendeln dürfte. Im Jahresdurchschnitt 2019 erwarten wir die Teuerung bei 1,9%. Im kommenden Jahr dürfte die Inflationsrate dann wieder leicht auf durchschnittlich 2,1% steigen.

Heinrich Bayer

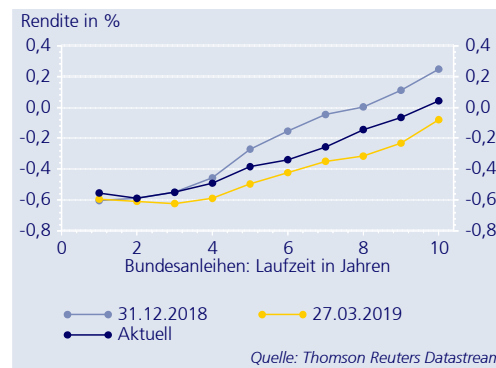
Rentenmarkt: Konjunkturoffnungen führen zu Stabilisierung der Kapitalmarktzinsen

EZB: Gestaffelter Einlagezins offensichtlich in der Prüfung

Die April-Sitzung des EZB-Rates brachte wenig Neuigkeiten. Die Währungshüter hielten ihre Leitzinsen erwartungsgemäß konstant. Zudem wiederholte EZB-Präsident Draghi seine Ankündigung aus dem Vormonat, dass die Leitzinsen mindestens über das Ende von 2019 auf ihren aktuellen Niveau bleiben werden. Ebenso wurde bestätigt, dass die EZB beabsichtigt, aus dem Anleiheankaufprogramm resultierende Rückflüsse noch für längere Zeit vollumfänglich zu reinvestieren. Zu den im März angekündigten TLTRO-III (Targeted Longer-Term Refinancing Operations), die im September 2019 als Nachfolgeinstrument für die bisherigen, ab dem kommenden Jahr sukzessive auslaufenden, längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte für Banken eingeführt werden, gab es noch keine weiteren Spezifikationen. Diese sollen im Anschluss an die kommenden Ratssitzungen verkündet werden, wobei die EZB derzeit augenscheinlich noch die Gestaltung der Zinskonditionen der TLTRO-III prüft.

Auf dem Prüfstand steht auch der Einlagezinssatz. Draghi hat eine Untersuchung angekündigt, ob die möglichen Nebenwirkungen negativer Zinssätze auf die Banken abgeschwächt werden müssen, um die positiven Implikationen der Negativzinsen auf die Wirtschaft zu erhalten. Dies könnte darauf hinauslaufen, dass die Banken zukünftig nicht mehr auf alle Überschussreserven den (vollen) Einlagezinssatz entrichten müssen. Zugleich würde eine Staffelung des Einlagezinses den geldpolitischen Spielraum der EZB erweitern. So könnte sie z.B. den Zinssatz für einen Teil der Überschussreserven noch weiter absenken und damit einen zusätzlichen Anreiz setzen, diese Mittel anderweitig zu verwenden, ohne dabei automatisch die Ertragslage der Banken und damit deren Kreditvergabepotenzial zu beeinträchtigen. Allerdings gibt es dem Vernehmen nach im EZB-Rat erhebliche Widerstände gegen eine Staffe-

Zumindest die 10-jährige Bundrendite liegt wieder über der Nulllinie

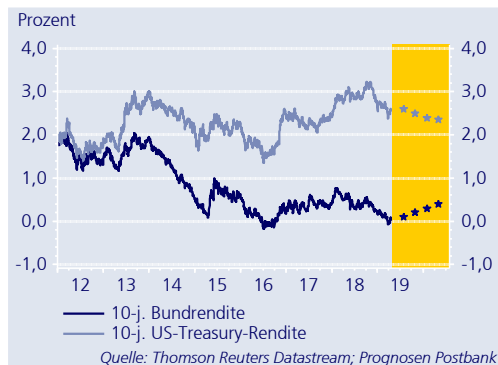


lung des Einlagezinssatzes. Diese Maßnahme bleibt damit eine Option, deren Ziehen auf absehbare Zeit aber fraglich erscheint. Sonstige Zinsschritte kann man unserer Einschätzung nach dagegen auch für einige Zeit über Ende 2019 hinaus nahezu ausschließen. Wir rechnen frühestens gegen Ende 2020 mit einer Leitzinsanhebung, halten es aber auch nicht für ausgeschlossen, dass sich das Fenster hierfür bereits für einen noch erheblich längeren Zeitraum geschlossen hat. Untermuert wurde diese Befürchtung zuletzt durch Meldungen, wonach einige EZB-Ratsmitglieder sehr skeptisch hinsichtlich einer baldigen konjunkturellen Erholung sein sollen.

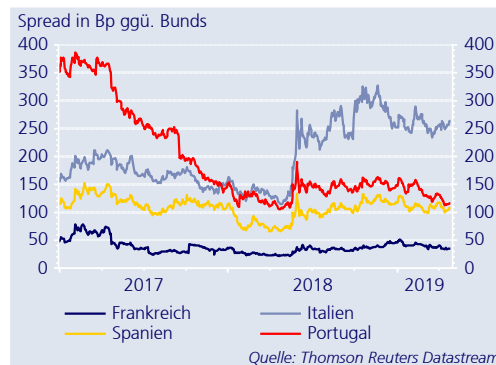
Renditetief bei Bundesanleihen erst einmal überwunden

In den ersten drei Monaten dieses Jahres haben die Renditen am deutschen Kapitalmarkt spürbar nachgegeben. Ausschlaggebend waren die immer skeptischer eingeschätzten Konjunkturaussichten für die EWU und die damit immer weiter verringerte Aussicht auf eine EZB-Leitzinswende in absehbarer Zukunft. Einen letzten Abwärtsimpuls erhielten die Kapitalmarktzinsen gegen Ende März, als Äußerungen Draghis dahingehend interpretiert wurden, dass die EZB ihren Einlagezinssatz noch

Renditen von Bunds mit Aufwärts-, die von Treasuries mit Abwärtspotenzial



Weitere Entspannung bei EWU-Staatsanleihen



weiter absenken könnte. Allerdings zeigte der EZB-Rat nachfolgend keine großen Neigungen, einen derartigen Schritt ernsthaft ins Auge zu fassen oder eine Staffelung des Einlagezinseszins zu beschließen, die eine weitere Absenkung der untersten Grenze für die EZB-Zinsen erleichtern würde. Überdies zeigten sich an der einen oder anderen Stelle auch wieder Hoffnungsschimmer, dass die EWU-Konjunktur demnächst wieder etwas an Fahrt aufnehmen könnte. Die Renditen von Bundesanleihen konnten sich daraufhin etwas von der tiefsten Talsohle seit dem Jahr 2016 lösen. Zumindest ab dem 10-jährigen Laufzeitenbereich weisen sie aktuell wieder Pluszeichen auf. Viel mehr trauen wir dem deutschen Rendite-

niveau vorläufig aber nicht zu. Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir die 10-jährige Bundrendite gerade einmal bei 0,10%. Auf Jahressicht rechnen wir mit einem Anstieg auf 0,40%, sofern dann wieder eine EZB-Leitzinserhöhung perspektivisch ins Blickfeld rücken sollte.

Prognosen Postbank

	23.04.	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	0,04	0,10	0,40
US-Treas.	2,57	2,60	2,35
Jap. JGBs	-0,03	0,00	0,05
Brit. Gilts	1,23	1,30	1,75
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	50	50	45
EWUNon-Fin.	83	85	100

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

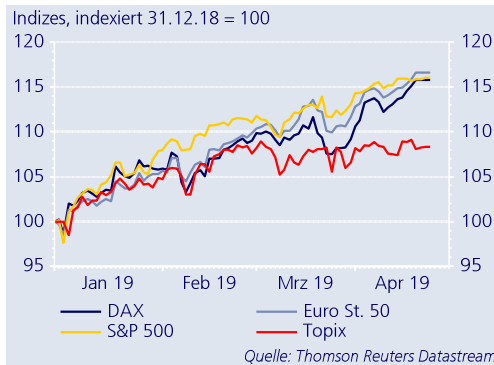
Spreads von EWU-Staatsanleihen trotz Risiken

Zunehmender Populismus, Handelskonflikte, Brexit, schwache Konjunktur usw. beschäftigen Gesellschaft, Politik und Wirtschaft. Eine größere Gefahr für die Eurozone insgesamt oder ein steigendes Risiko für die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte in einzelnen Mitgliedsländern werden hierin aber augenscheinlich nicht gesehen. So spiegelt die Entwicklung der Rendite-Spreads zwischen Bundesanleihen und den Staatsanleihen anderer EWU-Staaten eher eine Entspannung der Lage wider. Die Renditeaufschläge von französischen und spanischen Staatspapieren sind moderat gesunken, die von portugiesischen sogar deutlich. Portugal profitiert klar und eindeutig von den starken Fortschritten bei der fiskalischen Konsolidierung. Die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen konnten sich immerhin auf dem Ende 2018 erreichten Niveau stabilisieren. Spielraum für weitere Spread-Einengungen sehen wir aktuell kaum noch. Sofern politische oder ökonomische Erdbeben ausbleiben, rechnen wir aber auch nicht mit bedeutenden Ausweitungen.

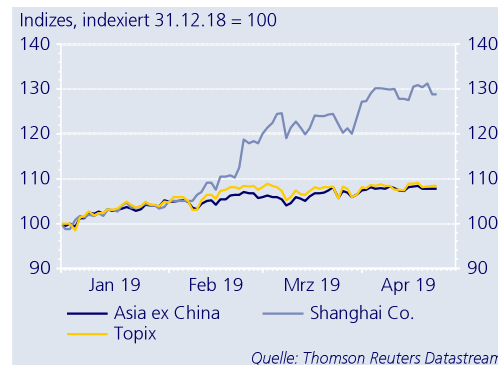
Heinrich Bayer

Aktienmarkt: Investoren sind weiterhin optimistisch

DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 ziehen weiter an – Topix fällt zurück



Asien ex China hinkt insgesamt hinterher



Neue und Alte Welt wieder zurück in der Erfolgspur

Nach einem kurzen Durchhänger in der dritten Märzwoche haben DAX, Euro Stoxx 50 sowie Standard & Poor's 500 rasch wieder in den Rallyemodus zurückgefunden. Mit Kurszuwächsen zwischen 16,7% (Euro Stoxx 50) und 15,9% (DAX) im Vergleich zu ihren Schlussständen zum Jahreswechsel 2018/19 rangieren die drei Leitindizes im oberen Fünftel unseres Vergleichs der Kursentwicklung von rd. 100 internationalen Aktienindizes für den genannten Zeitraum. Sie überzeugen aktuell sogar mit einer besseren Performance als der MSCI World (+14,7%), der Aktien aus den globalen Industrieländern beinhaltet. Die für viele Volkswirtschaften reduzierten Wachstumsaussichten können die Stimmung der Investoren in den Börsensälen offenbar bisher nur wenig trüben.

Von den vier von uns analysierten Indizes kann der Topix dem Tempo der drei Genannten nicht nur nicht folgen. Seit Ende Februar ist der japanische Leitindex in einer schwankungsarmen Seitwärtsbewegung gefangen. Die Vergleich der Kursentwicklungen anderer asiatischer Leitindizes zeigt, dass dies kein japanisches, sondern ein asiatisches Phänomen ist. Denn auch der Stoxx 1200 Asia ex China zeigt im bisherigen Jahresverlauf eine Kursentwicklung, die derjenigen des Topix nahezu

gleichkommt. Eine Ausnahme unter den wichtigsten Leitindizes des Erdteils stellen die chinesischen Aktienindizes dar. Im Februar koppelten sie sich von der Kursentwicklung ihrer asiatischen Pendanten ab und wechselten in eine dynamische Aufwärtsbewegung. Der Shanghai Composite weist im Vergleich zu seinem Schlussstand Ende 2018 momentan ein Kursplus von rd. 30 Prozent auf und rangiert international mit dieser Performance auf einem Spitzenplatz. In den übrigen asiatischen Ländern überwiegt anscheinend die Sorge vor negativen Auswirkungen des weiterhin ungelösten Handelskonflikts zwischen den USA und China für die jeweils eigene Volkswirtschaft. Investoren aus diesen Ländern halten sich daher oft bei Aktienkäufen zurück. In China greifen sie hingegen beherzt zu. Anleger setzen hier offenbar auf die wirtschaftsfördernden Maßnahmen und das diplomatische Geschick der Regierung in Peking.

Berichtssaison rückt in den Fokus der Investoren

In den USA ist die Berichtssaison der Unternehmen zu ihrem Geschäftserfolg im 1. Kalenderquartal schon angelaufen. Inzwischen haben knapp 20 Prozent der im S&P 500 notierten Firmen ihre Quartalsbilanzen präsentiert. Anders als von einigen Analysten erwartet, konnten sie bisher mehrheitlich überzeugen. Mehr als drei Viertel von ihnen übertrafen die Konsens-

prognosen der Analysten für den Gewinn je Aktie und knapp die Hälfte wies einen höheren Umsatz, als im Konsens erwartet wurde, aus. Sie überzeugten aber auch bei den harten Fakten. So steigerten jeweils mehr als 70 Prozent der Unternehmen Gewinn und/oder Umsatz im Vergleich zum Vorjahr. Der Nachrichtendienst Bloomberg hat aus Gewinnerwartungen zahlreicher Einzelwert-Analysten ermittelt, dass die aggregierten Gewinne des S&P 500 für alle vier Kalenderquartale 2019 den jeweiligen Wert des Vorjahresquartals übertreffen sollten. Das erwartete jeweilige Gewinnwachstum wird aber deutlich hinter den prozentual zweistelligen Zuwächsen des letzten Jahres zurückbleiben.

Im 4. Quartal 2018 waren die aggregierten DAX-Gewinne im Vergleich zum 3. Quartal um mehr als 50 Prozent eingebrochen. In der nun anlaufenden Berichtssaison für das 1. Quartal 2019 erwarten wir eine deutliche Gegenbewegung und im Vergleich zum Vorquartal sollte sich der aggregierte DAX-Gewinn mehr als verdoppelt haben. Dies ist zwar eine erfreuliche Erholung. Allerdings dürfte der starke Wert des 1. Quartals 2018 dennoch nicht erreicht werden. Besser sind die Aussichten beim Euro Stoxx 50. Er dürfte nicht nur die Scharte der enttäuschenden Berichtssaison zum 4. Quartal 2018 ausmerzen. Die Chancen stehen gut, dass auf aggregierter Basis der Gewinn aus dem 1. Quartal 2018 in der nun anstehenden Berichtssaison – wenn auch nur moderat – übertroffen werden kann. In den übrigen drei Quartalen des laufenden Jahres kalkulieren die Bottom-Up-Analysten auf aggregierter Basis mit weiter ansteigenden Gewinnen für den Index, die alle über dem Wert des jeweiligen Vorjahresquartals liegen sollten.

Auch am japanischen Aktienmarkt schauen die Analysten optimistisch in die Zukunft. Zwar dürfte 2019 nicht in jedem Quartal der im Vorjahresquartal erreichte Gewinn übertroffen werden. Auf das Jahr hochgerechnet sollte aber ein Gewinnplus ausgewiesen werden. Positive Überraschungen im Verlauf der nun auch am Kabutocho startenden Berichtssaison könnten den Topix aus seiner Lethargie befreien und kurzfristig Kurspotenzial eröffnen.

Auf kurze Sicht sollten gestiegene Bewertungen Indizes ausbremsen

Sowohl DAX als auch Euro Stoxx 50 und S&P 500 sind nach ihren deutlichen Kurszuwächsen aktuell mit KGV gepreist, die die jeweiligen, langfristigen Mediane seit 2003 übertreffen. Ein Mix aus steigenden Kursen und Reduzierungen von Gewinnerwartungen haben zu diesem Umstand geführt bzw. ihn verschärft. Das jeweilige Kursplus, das die Indizes im bisherigen Jahresverlauf schon erreicht haben, übersteigt zudem die für den jeweiligen Index auf Basis der aggregierten Bottom-Up-Prognosen zu erwartende Gewinnsteigerung für das Gesamtjahr deutlich. Jeder weitere Kursanstieg erhöht daher die Bewertung des Indexes gemessen an seinem KGV und sollte somit seine Attraktivität in den Augen eines Investors mindern. Es dürfte daher nur eine Frage der Zeit sein, bis die aktuelle Kursrallye ausläuft. Daher stufen wir das Kurspotenzial der drei genannten Indizes auf kurze Sicht nur als begrenzt ein.

Erwartete konjunkturelle Erholung dürfte Kursentwicklung langfristig positiv beeinflussen

Die von uns im weiteren Jahresverlauf erwartete konjunkturelle Erholung dürfte die Geschäftsentwicklung zahlreicher Firmen positiv beeinflussen und sowohl Umsätze, als auch Gewinne ansteigen lassen. Steigende Gewinne eröffnen grundsätzlich Kurspotenzial. Mit Blick auf die gestiegenen KGV sollte dieses allerdings auch auf Jahressicht eher moderat ausfallen. Zunächst sollten die Indizes durch steigende Gewinne die KGV wieder in Richtung des jeweiligen Medians absenken.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	23.04.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.236	11900-12100	12200-12400
Euro St. 50	3.504	3300-3500	3350-3550
S&P 500	2.934	2825-2925	2950-3050
Topix	1.623	1575-1675	1600-1700

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen Mai 2019

Zinsen in %	23.04.	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	-0,57	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50
10-j. Bunds	0,04	0,10	0,20	0,30	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	2,58	2,60	2,60	2,60	2,60
2-j. Treasuries	2,36	2,40	2,40	2,40	2,40
10-j. Treasuries	2,57	2,60	2,50	2,40	2,35
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-289	-290	-290	-290	-290
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-253	-250	-230	-210	-195
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	-0,03	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)	1,23	1,30	1,50	1,70	1,75
Swap/Credit Spreads in Basispunkten	23.04.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	50	50	50	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-2	-10	-10	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	83	85	90	95	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	303	300	310	330	340
Wechselkurse	23.04.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,1214	1,13	1,14	1,15	1,15
Japanischer Yen (EUR/JPY)	125,36	125	125	120	120
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8662	0,85	0,83	0,82	0,83
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1449	1,14	1,14	1,15	1,16
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,5433	7,60	7,70	7,75	7,82
Commodities	23.04.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	73,84	70	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.272	1.270	1.260	1.260	1.250
Aktien	23.04.	KGV		Kursziel	
		2019e	2020e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	12.236	13,5	12,3	11900-12100	12200-12400
Euro Stoxx 50	3.504	13,9	12,7	3300-3500	3350-3550
Standard & Poor's 500 *	2.934	17,8	16,0	2825-2925	2950-3050
Topix	1.623	12,7	12,0	1575-1675	1600-1700

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen Mai 2019

	BIP, real								BIP, real			Inflationsrate		
	in % ggü. Vq., sb.								in % ggü. Vj.			in %		
	2019e				2020e				2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e
	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	1,9	0,9	1,3	1,8	1,2	1,5
USA	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	2,9	2,5	2,0	2,4	1,9	2,1
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