

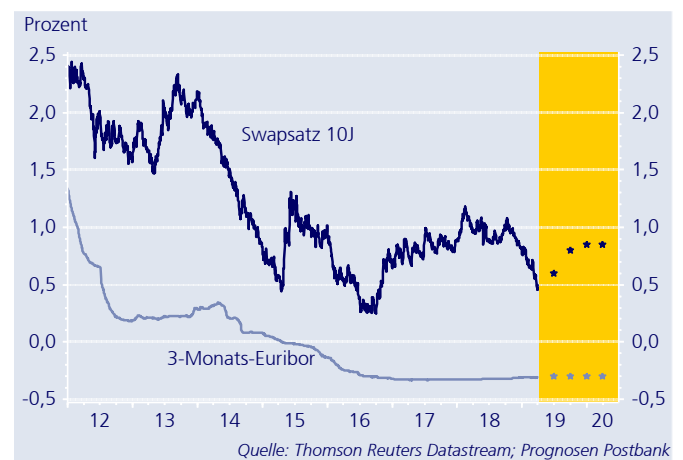
April 2019

- **USA: Risiken und nachlassende Steuerimpulse bremsen das Wachstumstempo**
- **Aktueller Inflationsrückgang nur temporär**

Nach einem annualisierten BIP-Wachstum von (abwärtsrevidiert) 2,2% im 4. Quartal (Gesamtjahr 2018: 2,9%) zeichnet sich für den Jahresstart in den USA eine weitere Wachstumsmoderierung ab. So deuten die bislang für das 1. Quartal verfügbaren – möglicherweise jedoch durch Witterungseffekte beeinflussten – harten Konjunkturdaten nur noch auf ein annualisiertes BIP-Wachstum von 1,5% hin. Auch wenn der konjunkturelle Höhepunkt inzwischen klar überschritten ist – die soliden bis robusten Niveaus diverser Sentimentindikatoren signalisieren bislang keine Gefahr eines konjunkturellen Absturzes. So gehen wir denn auch davon aus, dass sich das US-BIP-Wachstum im 2. Quartal wieder auf annualisiert 2,7% beschleunigt und sich in der Folge im Bereich von gut 2% stabilisiert. Im Gesamtjahr 2019 sollte das Plus bei immer noch sehr soliden 2,5% liegen. Sollte die US-Wirtschaft nicht doch noch kurzfristig in eine Rezession fallen, darf zur Jahresmitte ein neuer Rekord gefeiert werden. Mit Ende des 2. Quartals würde der aktuelle Aufschwung zehn Jahre alt und wäre damit der längste seit dem 2. Weltkrieg. Angesichts der Handelskonflikte, die mittlerweile offensichtlich auch die US-Wirtschaft belasten und der auslaufenden, wachstumsfördernden Effekte der Steuerreform wird das Fahrwasser für die US-Konjunktur aber perspektivisch schwieriger. Insbesondere, da die US-Regierung im Vorfeld der 2020 anstehenden Präsidentschaftswahlen aber wohl gegebenenfalls expansive fiskalische Maßnahmen ergreifen würde, um eine Rezession in jedem Fall zu vermeiden, rechnen wir 2020 nur mit einer Wachstumsabschwächung auf 2,1%.

Die US-Inflationsrate lag im Februar mit 1,5% auf dem niedrigsten Niveau seit zweieinhalb Jahren. Wir rechnen jedoch im Jahresverlauf aufgrund auslaufender, dämpfender Basiseffekte der Ölpreisentwicklung mit einem Anstieg auf gut 2%. Im Jahresdurchschnitt dürfte die US-Inflationsrate in diesem Jahr von 2,4% auf 1,9% sinken, 2020 jedoch wieder auf 2,3% steigen.

Zinsentwicklung im Euroraum



- **EWU: Konjunkturelle Trendwende lässt noch auf sich warten**
- **Teuerung dürfte kurzfristig nochmals nachlassen**

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 ist die deutsche Industrieproduktion im Januar um 0,8% gegenüber dem Vormonat gesunken. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass das Dezember-Ergebnis 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 – nach einem enttäuschenden Jahr 2018 konnte die deutsche Industrie auch zum Jahresauftakt noch nicht überzeugen. Insgesamt bewegen sich die Daten aber noch 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. Dabei wurde der Rückgang hierzulande durch starke Zuwächse in den anderen

großen EWU-Ländern (Frankreich: +1,3%; Italien: +1,7%; Spanien: +3,6%) weit mehr als ausgeglichen. Allerdings ist die Erholung zu Jahresbeginn zunächst einmal nicht mehr als ein positiver Rückprall auf die kräftigen Rückgänge in den beiden vorangegangenen Monaten. Nichtsdestotrotz sprechen die aktuellen Zahlen gegen eine Verstärkung des Konjunkturabschwungs oder gar eine Rezession im Euroraum. Diffuse Signale gehen diesbezüglich von den Sentimentindikatoren aus. So ist der EWU-PMI für das Verarbeitende Gewerbe mit 47,5 Punkten tiefer in den kontraktiven Bereich gerutscht, während sich der EWU-Service-PMI mit 53,3 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, was die Hoffnung auf eine konjunkturelle Trendwende im 3. Quartal aufrecht erhält. Andererseits haben die Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe ihren Abwärtstrend fortgesetzt und sprechen somit für eine weitere Verschärfung der Kontraktion im industriellen Sektor, so dass ein gesamtwirtschaftliches Rezessionsrisiko bestehen bleibt.

Es wird wohl noch eine Weile dauern, bis sich herausstellt, welche Signale sich als richtig erweisen. Maßgeblich hierfür wird auch sein, ob, wann und wie es gelingt, politische Risiken wie die Handelskonflikte oder den Brexit aus der Welt zu schaffen oder zumindest deren negative ökonomische Folgen glaubwürdig abzufedern. 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% (EWU) sowie 0,5% (Deutschland) mäßig bis mickrig ausfallen. Für 2020 rechnen wir mit einem etwas stärkeren Wachstum von 1,3% in der EWU sowie 1,4% hierzulande.

Die EWU-Inflationsrate ist im März von 1,5% auf 1,4% gesunken. Während die Teuerung bei Energie weiter zunahm, zeichnete insbesondere eine von 1,0% auf 0,8% gesunkene Kerninflationsrate für den Rückgang verantwortlich. Eine Zunahme des grundlegenden Preisdrucks bleibt damit trotz deutlicherer Lohnsteigerungen im Euroraum nach wie vor aus. In den nächsten Monaten dürfte die Teuerungsrate insgesamt aufgrund von Basiseffekten auf gut 1% sinken, bevor sie nachfolgend wieder anzieht, dann wohl auch infolge einer allmählich steigenden Kerninflation. Für 2019 gehen wir im Durchschnitt von einem Rückgang der Inflationsrate von 1,8% auf 1,3% aus. 2020 dürfte die Teuerung nur moderat auf 1,5% klettern, womit das EZB-Inflationsziel weiter verfehlt würde.

- **EZB: Zeitliche Ausdehnung der Forward Guidance und neue TLTROs**
- **Fed: Abgesenkte Zinsprojektionen**

Der EZB-Rat gab im Anschluss an seine März-Sitzung insgesamt fünf geldpolitische Beschlüsse bekannt. Wie zuvor 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. Darüber hinaus 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. Die Gründe für diese Änderung zum jetzigen Zeitpunkt sind dabei in erster Linie in einem deutlich verhalteneren Konjunkturausblick der EZB zu finden, der sich in einer massiven Absenkung der BIP-Wachstumsprojektion für den Euroraum von +1,7% auf +1,1% für das laufende Jahr manifestiert hat. Dies bestätigt unsere Erwartung, dass mit einer Leitzinsanhebung in der EWU frühestens in der zweiten Hälfte nächsten Jahres zu rechnen ist. Wir halten es jedoch auch keineswegs für ausgeschlossen, dass sich angesichts der vielfältigen Konjunkturrisiken das Zeitfenster für eine mögliche Leitzinsanhebung bereits für lange Zeit geschlossen hat. Aber auch abseits der Leitzinsthematik bleibt die Geldpolitik im Euroraum auf absehbare Zeit ausgesprochen expansiv. So hat der EZB-Rat im März mit TLTRO-III (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) nicht nur eine Neuauflage seiner bisherigen, gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte angekündigt, um günstige Kreditvergabekonditionen im Euroraum aufrecht zu erhalten, wobei der genaue Expansionsgrad der Maßnahme noch von der konkreten Ausgestaltung abhängig ist. Darüber hinaus wird auch die Vollzuteilung im Rahmen der üblichen Refinanzierungsgeschäfte der Banken bis mindestens zum Frühjahr 2021 aufrechterhalten.

Die US-Notenbank hat ihren Leitzins im März unverändert in der Spanne von 2,25-2,50% belassen. Darüber hinaus bestätigte sie eine zukünftig vorsichtigeren, zunehmend datenabhängigeren, geldpolitischen Gangart. Neben einer deutlicher werdenden Konjunkturskepsis zeigte sich dies insbesondere darin, dass – anders als zuvor – 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 am Rentenmarkt bereits im Vorfeld eingepreist – wohl ad acta gelegt werden. Auf Jahressicht erwarten wir den Leitzins auf seinem aktuellen Niveau.

- **Renten: 10-jährige Bundrendite sinkt unter 0%**
- **Rentenmärkte preisen auf absehbare Zeit keine Zinsschritte mehr ein**

Die Renditen an den Rentenmärkten dies- und jenseits des Atlantiks haben im bisherigen Jahresverlauf deutlich nachgegeben. Verantwortlich hierfür zeichneten neben der Flucht in die Qualität angesichts diverser politischer Risiken zuletzt 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. Im Zuge dessen ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zwischenzeitlich sogar erstmals seit Oktober 2016 wieder in negatives Terrain abgesackt und liegt aktuell bei 0,01%. 10-jährige US-Treasuries rentieren momentan mit 2,52% trotz einer Gegenbewegung in den vergangenen Tagen rund 10 Basispunkte unter ihrem Niveau vor der FOMC-Sitzung am 20. März. Die Renditestrukturkurve am deutschen Rentenmarkt, die bis zum 10-Jahres-Bereich nicht signifikant in positivem Terrain liegt, zeigt, 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 annähernde Inflationsrate im Euroraum erscheinen diese Markterwartungen durchaus plausibel. Der von uns nach wie vor erwartete Anstieg der 10-jährigen Bundrendite von 0,01% 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 Bunds 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 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. Kurzfristig rechnen wir mit einer Stabilisierung der 10-jährigen 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.

- **Währungen: Seitwärtsbewegung des Euro setzt sich mit schwächerem Grundton fort**
- **Auf Jahressicht kaum Kurspotenzial für den Euro**

Der Euro setzte in den letzten Wochen seine breite Seitwärtsbewegung fort – allerdings mit einem etwas schwächeren Grundton. Für Letzteres zeichnete dabei insbesondere eine zögerliche EZB verantwortlich, die die Erwartungen bezüglich einer Leitzinsanhebung im Euroraum weiter in die Zukunft verschob. Am deutlichsten fiel der Kursrückgang gegenüber dem Schweizer Franken aus, zu dem die Gemeinschaftswährung seit unserer letzten Ausgabe von „Zinsen und Währungen“ 1,3% auf 1,12 CHF einbüßte. Zum japanischen Yen gab der Euro 0,9% auf 125 JPY nach. Gegenüber dem britischen Pfund steht ein Abschlag in Höhe von 0,6% auf 0,85 GBP zu Buche, wobei hier angesichts der wechselnden Aussichten im Brexit-Chaos nahezu täglich Ausschläge dieser Größenordnung zu beobachten waren. Zum US-Dollar belief sich das Minus „nur“ auf 0,5%, da auch die Fed einen skeptischeren Konjunkturausblick zum Ausdruck brachte und in den USA aktuell auf absehbare Zeit nicht mehr mit Leitzinsanhebungen gerechnet wird.

Auf Sicht der kommenden zwölf Monate sehen wir für den Euro wenig Potenzial – weder in die eine, noch in die andere Richtung. Konjunkturskepsis auf beiden Seiten des Atlantiks dürfte beim EUR/USD-Wechselkurs zu einer anhaltenden Seitwärtsbewegung führen, so dass wir den Euro auf Jahressicht mit 1,15 USD nur leicht über seinem aktuellen Niveau erwarten. Zum Yen dürfte er in einem Jahr bei 120 JPY, zum Franken bei 1,16 CHF notieren. Mit der größten Unsicherheit ist sicher die Prognose für den EUR/GBP-Wechselkurs behaftet. Unsere Erwartung eines mehr oder weniger geordneten Brexits dürfte den Euro moderat auf 0,83 GBP nachgeben lassen.

Dr. Lucas Kramer

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.

Chief Investment Strategy PB

Dr. Marco Bargel, Chefinvestmentstrategie marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer heinrich.bayer@postbank.de

Dr. Lucas Kramer lucas.kramer@postbank.de

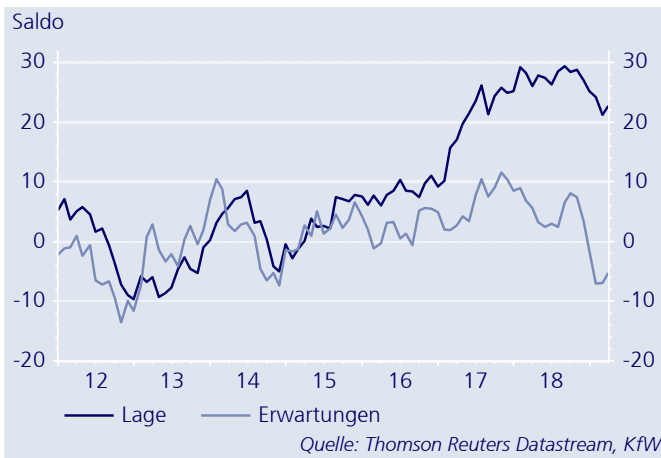
www.postbank.de

Redaktionsschluss: 3. April 2019

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

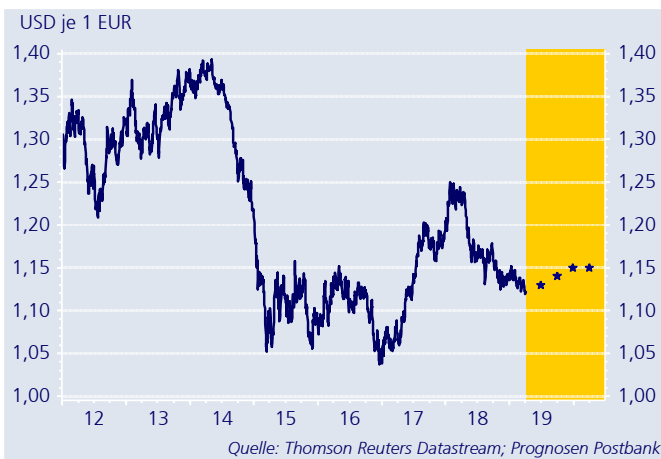
Charts

KfW-ifo-Mittelstandsindikator



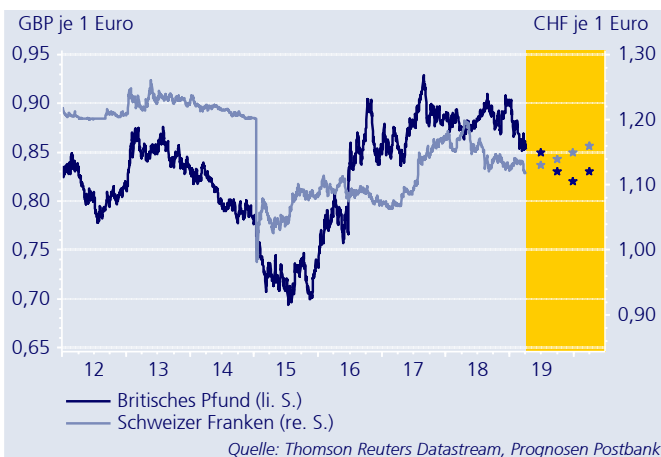
Nach der kontinuierlichen Eintrübung der Stimmung im deutschen Mittelstand in den letzten Monaten zeigen die März-Ergebnisse des KfW-ifo-Mittelstandsbarometers einen ersten Hoffnungsschimmer. So kletterte der Indikator von 6,6 auf 8,1 Zähler. Der Anstieg war dabei sowohl von den Lageurteilen, als auch von etwas verbesserten Geschäftserwartungen getrieben. Mit Blick auf einzelne Branchen zeichnet sich aber im Einklang mit diversen weiteren Sentimentindikatoren ein heterogenes Bild. So trübte sich die Stimmung im exportorientierten Verarbeitenden Gewerbe und im Großhandel – Brexit und Handelsstreit sei Dank – im März weiter ein, während die stärker binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren wieder größeren Optimismus versprühen. In der Summe sprechen die Ergebnisse nicht gegen die von uns erwartete, moderate konjunkturelle Wiederbelebung im 2. Halbjahr 2019.

EUR/USD-Wechselkurs



Trotz einiger kleinerer Ausschläge blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar in den letzten Wochen in seiner bisherigen Seitwärtsbewegung gefangen. Ansätze für einen Ausbruch nach unten, die Euro-seitig insbesondere durch eine zögerliche EZB bedingt waren, konnte der Dollar bislang nicht für eine kräftigere Aufwärtsbewegung nutzen. Der Grund hierfür ist in erster Linie, dass auch die Fed sich zunehmend konjunkturskeptischer zeigt und angesichts abgesenkter Leitzinsprojektionen der FOMC-Mitglieder ein weiterer Zinsschritt in diesem Jahr nun de facto ausgeschlossen ist. Vor diesem Hintergrund trauen wir dem Euro auf Jahressicht eine moderate Erholung auf 1,15 USD zu, womit die seit dem Herbst 2018 bestehende Trading Range zwischen 1,12 und 1,16 aber weiterhin nicht verlassen würde.

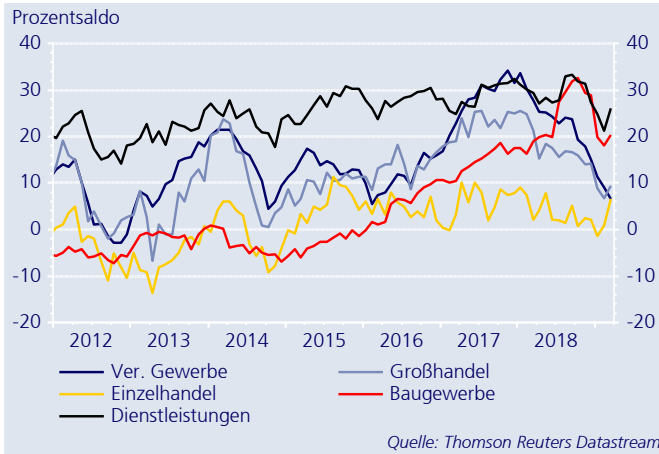
EUR/GBP- und EUR/CHF-Wechselkurs



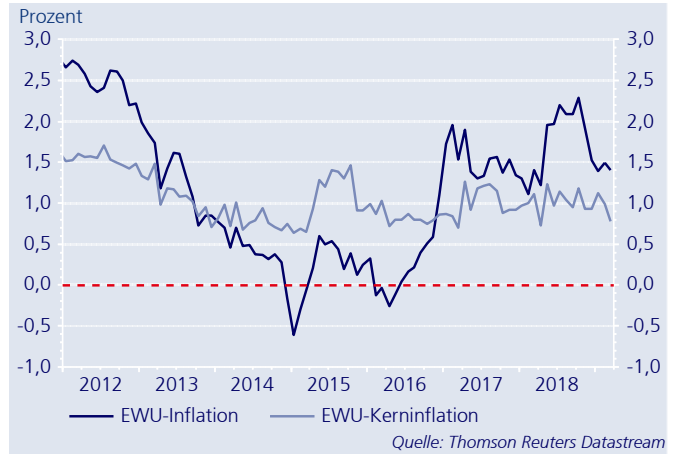
Von Tag zu Tag wechselnde Tendenzen im andauernden Brexit-Chaos bestimmten auch seit unserer letzten Ausgabe von „Zinsen und Währungen“ die Bewegungen beim EUR/GBP-Wechselkurs. So, wie auf der politischen Bühne der Ausgang trotz aller zwischenzeitlichen Erfolgs- und Misserfolgsmeldungen weiterhin völlig offen ist, so ist auch am Devisenmarkt per saldo wenig passiert. Aktuell notiert der Euro mit 0,85 GBP nur moderat unter seinem Niveau von Anfang März. Grundsätzlich scheint sich aber die Erwartung zu verfestigen, dass ein ungeordneter Brexit noch vermieden werden kann, auch wenn das ursprüngliche Austrittsdatum schon überschritten ist. Wir teilen diese Erwartung, die perspektivisch für ein etwas stärkeres Pfund spricht und sehen den Euro auf Jahressicht bei 0,83 GBP. Die Risiken für diese Prognose sind aber erheblich.

Charts

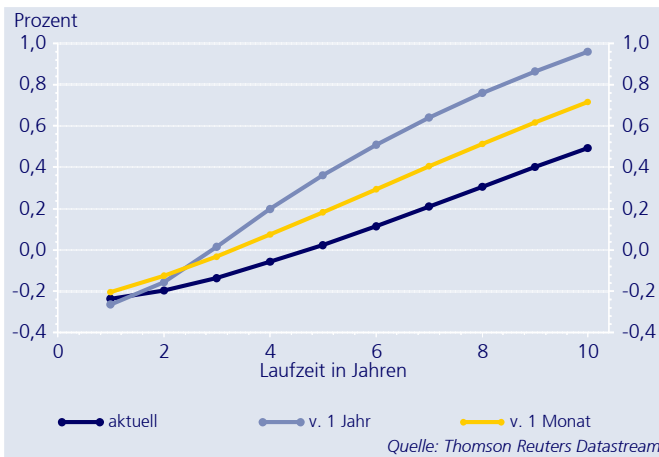
ifo-Index (Stimmung in Wirtschaftszweigen)



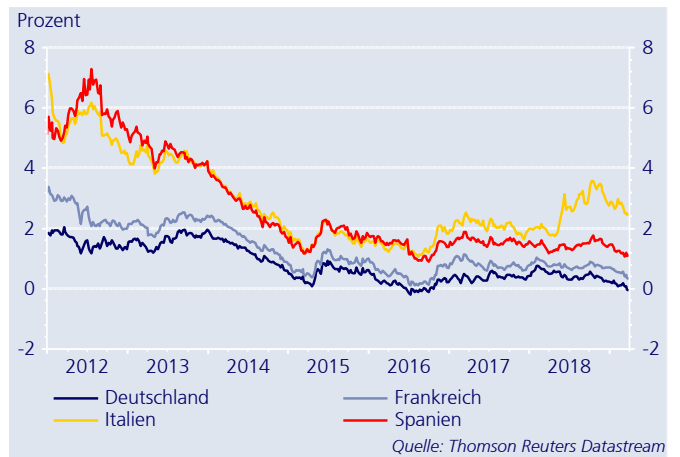
EWU-Inflation und -Kerninflation



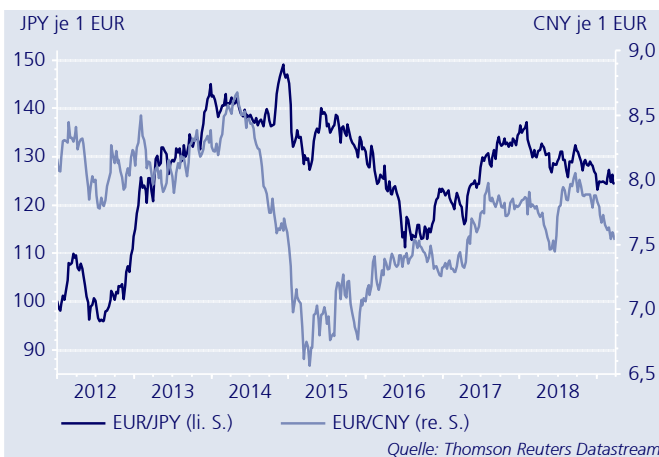
Zinsstrukturkurve (Euro-Swapsätze)



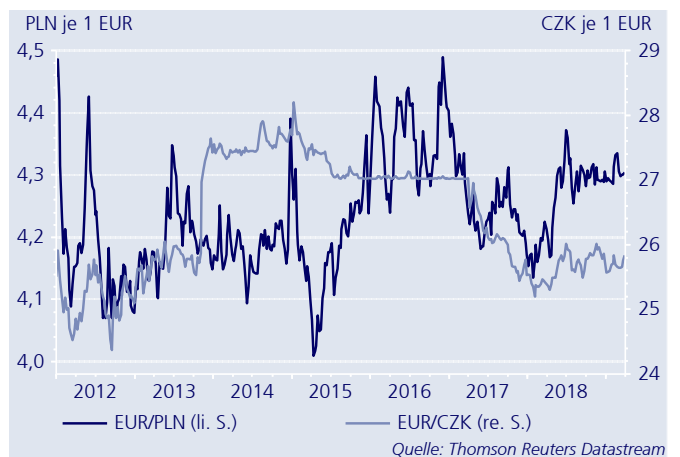
10-j. Renditen EWU-Staatsanleihen



EUR/JPY- und EUR/CNY-Wechselkurs



EUR/PLN- und EUR/CZK-Wechselkurs



Zinsszenarien im Überblick

| Basiszinsszenario | | 03.04. | in 3 Monaten | in 6 Monaten | in 9 Monaten | in 12 Monaten |
|-------------------|------------------|--------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| (70%)* | 3-Monats-Euribor | -0,31 | -0,30 | -0,30 | -0,30 | -0,30 |
| | 2-j. Bunds | -0,58 | -0,55 | -0,55 | -0,50 | -0,50 |
| | 5-j. Bunds | -0,41 | -0,35 | -0,30 | -0,20 | -0,10 |
| | 10-j. Bunds | 0,01 | 0,10 | 0,30 | 0,40 | 0,40 |

Quelle: Bloomberg Finance LP

- Das Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich 2019 von 3,8% auf 3,4% ab.
- Das EWU-BIP-Wachstum verliert 2019 deutlich an Dynamik und sinkt von 1,8% auf 0,9%. 2020 Anstieg auf 1,3% erwartet.
- Die EWU-Inflation fällt 2019 von 1,8% auf 1,3% und zieht 2020 auf 1,5% an.
- Das US-BIP-Wachstum bleibt 2019 mit 2,5% robust und schwächt sich 2020 nur moderat auf 2,1% ab.
- Die US-Inflation gibt 2019 spürbar von 2,4% auf 1,9% nach, steigt aber 2020 wieder auf 2,3%.
- Der US-Leitzins liegt in zwölf Monaten mit 2,25-2,50% auf seinem aktuellen Niveau.
- Die Rendite 10-j. US-Staatsanleihen sinkt auf Jahressicht leicht auf 2,35%.
- Die EZB hält auch nach Beendigung der Nettoanleihekäufe ihre Leitzinsen bis auf Weiteres konstant.
- Die 10-j. Bundrendite steigt auf Jahressicht moderat auf 0,40%.
- Die Kapitalmarktkurve wird auf Sicht von zwölf Monaten über das lange Ende etwas steiler.
- Der Euro notiert auf Jahressicht bei 1,15 US-\$.

| Niedrigzinsszenario | | 03.04. | in 3 Monaten | in 6 Monaten | in 9 Monaten | in 12 Monaten |
|---------------------|------------------|--------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| (20%)* | 3-Monats-Euribor | -0,31 | -0,40 | -0,50 | -0,65 | -0,65 |
| | 2-j. Bunds | -0,58 | -0,90 | -1,10 | -1,10 | -1,10 |
| | 5-j. Bunds | -0,41 | -0,60 | -0,80 | -0,80 | -0,80 |
| | 10-j. Bunds | 0,01 | -0,20 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |

Quelle: Bloomberg Finance LP

- Der Euroraum fällt zurück in die Rezession, beispielsweise infolge eines Wachstumseinbruchs aufgrund des Brexits in UK, einer erneuten Verschärfung der EWU-Verschuldungskrise oder eines eskalierenden Handelskriegs mit den USA.
- Das EWU-BIP schrumpft 2019 deutlich.
- Die US-Konjunktur verliert deutlich an Fahrt. Nach kräftigem Wachstum im Jahr 2018 stagniert das US-BIP 2019.
- In der EWU und den USA kommt es zu deflationären Tendenzen.
- Die Fed senkt den Leitzins wieder und legt ein neues „Quantitative Easing“-Programm auf.
- Die EZB senkt den Refisatz unter 0,00%, reduziert den Einlagensatz deutlich und weitet ihre unkonventionellen expansiven Maßnahmen wieder aus.
- Die Rendite 10-j. Bunds fällt bis auf -0,50% und verharrt dann dort.
- Die Kapitalmarktkurve verschiebt sich nach unten.

| Hochzinsszenario | | 03.04. | in 3 Monaten | in 6 Monaten | in 9 Monaten | in 12 Monaten |
|------------------|------------------|--------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| (10%)* | 3-Monats-Euribor | -0,31 | -0,15 | 0,10 | 0,30 | 0,50 |
| | 2-j. Bunds | -0,58 | -0,20 | 0,30 | 0,60 | 0,80 |
| | 5-j. Bunds | -0,41 | 0,40 | 1,00 | 1,40 | 1,70 |
| | 10-j. Bunds | 0,01 | 1,00 | 1,70 | 2,10 | 2,40 |

Quelle: Bloomberg Finance LP

- Sorgen um Staatsschulden in der EWU lösen sich fast vollständig auf; Brexit hinterlässt keine negativen Spuren; die USA betreiben massives ‚deficit spending‘; das Wachstum in China beschleunigt sich spürbar.
- Das globale Wachstum zieht kräftig an; 2019 steigt das Welt-BIP um gut 4%.
- Die US-Konjunktur gewinnt deutlich an Fahrt. Das BIP-Wachstum erreicht 2019 fast 4%.
- 2019 beschleunigt sich das BIP-Wachstum in der EWU auf knapp 3%.
- Der Ölpreis steigt massiv.
- Die Inflationserwartungen verstärken sich global.
- Die US-Kerninflation klettert im Prognosezeitraum auf gut 3%.
- In der EWU steigt die Inflation auf Jahressicht auf mehr als 3%.
- Die EZB hebt den Refisatz im Herbst 2019 erstmals wieder an und lässt weitere Zinserhöhungen folgen.
- Die Fed hebt ihre Leitzinsen im Prognosezeitraum zügig an.
- Die 10-j. Bundrendite steigt im Zuge kräftiger Renditeaufschläge bei US-Treasuries auf 2,40%.
- Die Kapitalmarktkurve wird rasch steiler.

* subjektive Eintrittswahrscheinlichkeiten von Chief Investment Strategy PB

Prognosen April 2019

Zinserwartungen anderer Institute und des Marktes

| | 3-Monats-Euribor | | 10-j. Bunds | | |
|-------------------------------------|------------------|---------------|--------------|---------------|---|
| | in 3 Monaten | in 12 Monaten | in 3 Monaten | in 12 Monaten | |
| 03.04. | -0,31 | | 0,01 | | Geldmarktsätze dürften auf Jahressicht leicht anziehen. Allmählicher Anstieg der Kapitalmarktrenditen erwartet. |
| BayernLB | -0,31 | -0,31 | 0,30 | 0,60 | |
| Commerzbank | -0,30 | -0,20 | 0,30 | 0,30 | |
| Raiffeisen Bank | -0,30 | -0,30 | 0,40 | 0,20 | |
| Dekabank | -0,30 | -0,15 | 0,15 | 0,45 | |
| Zürcher Kantonalbank | -0,35 | -0,27 | 0,30 | 0,48 | |
| Durchschnitt der 5 Institute | -0,31 | -0,25 | 0,29 | 0,41 | |
| Postbank | -0,30 | -0,30 | 0,10 | 0,40 | |
| Markterwartungen (Forward Rates) | -0,28 | -0,22 | 0,21 | 0,34 | |

Quelle: Bloomberg Finance LP, Prognosen anderer Institute

Märkte

| Zinsen in % | 03.04. | 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 | -0,58 | -0,55 | -0,55 | -0,50 | -0,50 |
| 10-j. Bunds | 0,01 | 0,10 | 0,30 | 0,40 | 0,40 |
| Swap Spread 10J. in Prozentpunkten | 0,53 | 0,50 | 0,50 | 0,45 | 0,45 |
| 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 | 2,33 | 2,40 | 2,40 | 2,40 | 2,40 |
| 10-j. Treasuries | 2,52 | 2,50 | 2,45 | 2,40 | 2,35 |
| Wechselkurse | 03.04. | in 3 Monaten | in 6 Monaten | in 9 Monaten | in 12 Monaten |
| US-Dollar (EUR/USD) | 1,1244 | 1,13 | 1,14 | 1,15 | 1,15 |
| Japanischer Yen (EUR/JPY) | 125,35 | 125 | 125 | 120 | 120 |
| Britisches Pfund (EUR/GBP) | 0,8538 | 0,85 | 0,83 | 0,82 | 0,83 |
| Schweizer Franken (EUR/CHF) | 1,1213 | 1,13 | 1,14 | 1,15 | 1,16 |
| Chinesischer Renminbi (EUR/CNY) | 7,5479 | 7,75 | 7,90 | 8,05 | 8,15 |
| Polnischer Zloty (EUR/PLN) | 4,2904 | 4,30 | 4,35 | 4,35 | 4,40 |
| Tschechische Krone (EUR/CZK) | 25,703 | 25,6 | 25,5 | 25,3 | 25,2 |
| Schwedische Krone (EUR/SEK) | 10,416 | 10,5 | 10,7 | 10,8 | 10,7 |
| Norwegische Krone (EUR/NOK) | 9,6224 | 9,60 | 9,60 | 9,60 | 9,55 |

Quelle: Bloomberg Finance LP

Konjunktur

| | BIP, real | | | Inflationsrate | | |
|-------------|---------------|-------|-------|----------------|-------|-------|
| | in % ggü. Vj. | | | in % | | |
| | 2018 | 2019e | 2020e | 2018 | 2019e | 2020e |
| Deutschland | 1,4 | 0,5 | 1,4 | 1,8 | 1,6 | 1,6 |
| Euroraum | 1,8 | 0,9 | 1,3 | 1,8 | 1,3 | 1,5 |
| USA | 2,9 | 2,5 | 2,1 | 2,4 | 1,9 | 2,3 |