

## Februar 2019

---

- **Deutschland: Konjunkturdämpfer – aber keine Rezession**  
Investitionen 2018 anhaltend stark – Außenhandel belastet  
Schwachtes 4. Quartal verringert Ausgangsbasis für 2019 weiter  
Industrie, Brexit und Handelsstreit – Signale für verhaltenen Jahresauftakt?  
Moderater Konjunkturaufschwung setzt sich im Jahresverlauf fort
  
- **EWU-Konjunktur: Nur schwaches Wachstum im Winterhalbjahr**  
Industrie drückt Wirtschaftsleistung im Schlussquartal 2018  
EWU-Wachstum überspringt 2019 wohl nur knapp die Ein-Prozent-Marke  
Ölpreis bremst 2019 voraussichtlich den Preisanstieg
  
- **US-Konjunktur: Wachstumsdynamik wird 2019 nachlassen**  
Shutdown führt zu unklarer, weil ausgedünnter Datenlage  
Stimmungsindikatoren können extrem hohe Niveaus nicht mehr halten  
Energiepreise ziehen Inflationsrate 2019 nach unten
  
- **Rentenmarkt: Gedämpfte Zinserwartungen**  
Kein Zinsschritt der EZB in 2019  
Fed: Nur noch zwei Zinserhöhungen in diesem Jahr  
Renditeanstieg fällt verhaltener aus  
Unternehmensanleihen mit Erholungspotenzial
  
- **Aktienmarkt: Getragen von steigenden Gewinnen aufwärts**  
US-Anleger waren in 2018 zu optimistisch  
Berichtssaison im Fokus der Anleger  
Investoren sollten Blick nach vorne richten  
Historie spricht für positive Kursentwicklung des DAX in 2019

## Team Postbank Research

### **Dr. Marco Bargel**

Chefvolkswirt  
marco.bargel@postbank.de

### **Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

### **Dr. Lucas Kramer**

lucas.kramer@postbank.de

### **Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de](http://www.postbank.de)

Redaktionsschluss: 22. Januar 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.

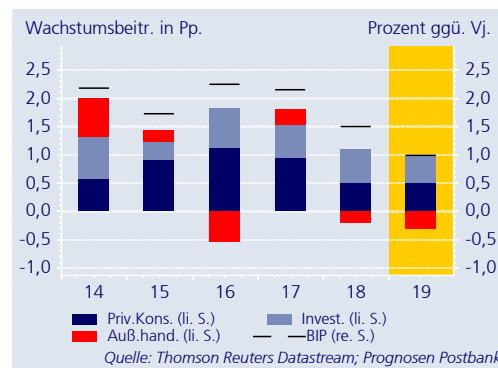
## Deutschland: Konjunkturdämpfer – aber keine Rezession

Das neue Jahr beginnt für die deutsche Konjunktur mit einer – zumindest auf den ersten Blick – schlechten Nachricht: Wie das Statistische Bundesamt Mitte Januar bekanntgab, ist das BIP im Jahr 2018 vorläufigen Berechnungen zufolge um 1,5% gegenüber dem Vorjahr gewachsen, nachdem in den Jahren 2017 und 2016 noch Zuwachsraten von mehr als zwei Prozent erzielt worden waren. Damit hat sich das Tempo des Konjunkturaufschwungs hierzulande zwar spürbar verlangsamt, das Wachstum liegt aber gleichwohl immer noch über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre wie auch oberhalb des langfristigen Potenzialwachstums der deutschen Volkswirtschaft.

### Investitionen 2018 anhaltend stark – Außenhandel belastet

Die Binnennachfrage erwies sich auch im Jahr 2018 mit einem Plus von 1,8% gegenüber dem Vorjahr (2017: 2,0%) als Wachstumsstütze. Allerdings hat sich die Zusammensetzung hier etwas verschoben. So ging die Verlangsamung insbesondere auf das Konto des privaten Verbrauchs, der nach drei starken Jahren in Serie nur noch um 1,0% ausgeweitet wurde. Hierbei haben gleich mehrere Faktoren eine Rolle gespielt. So hat sich eine verhaltenere Autonachfrage aufgrund der diversen Diesel- und Emissionsprobleme – und der medienwirksam ausgetragenen, diesbezüglichen Diskussionen – als Belastung erwiesen. Es ist zudem davon auszugehen, dass die Hitzewelle des vergangenen Jahres auch allgemein die Kauflaune der privaten Haushalte hierzulande gebremst hat. Aktuelle Studien gehen davon aus, dass in diesem Zusammenhang alleine das zwischenzeitliche Niedrigwasser des Rheins im 3. Quartal 0,2 und im 4. Quartal immer noch 0,1 Prozentpunkte an BIP-Wachstum gekostet hat. Darüber hinaus sehen wir auch im zwischenzeitlichen Ölpreisanstieg – im Jahresdurchschnitt in Euro gerechnet immerhin ein Plus von rund 25% – einen Belas-

### Abkühlung der deutschen Konjunktur im Jahr 2018



tungsfaktor für den privaten Verbrauch. Wie bereits in unseren „Jahresperspektiven 2019“ beschrieben, dürfte es wiederum insbesondere der äußerst robusten Entwicklung am deutschen Arbeitsmarkt zu danken sein, dass es nicht zu einer noch deutlicheren Abschwächung der Konsumdynamik gekommen ist, auch wenn die privaten Haushalte einen guten Teil der hiermit einhergehenden Einkommenszuwächse angesichts der omnipräsenten (geo-)politischen Risiken zu einer Erhöhung ihrer Sparaktivitäten genutzt haben.

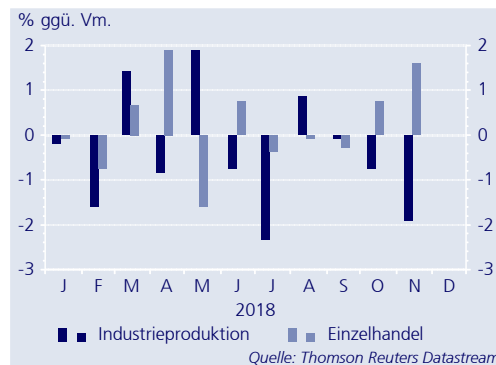
Während sich auch das Wachstum des staatlichen Konsums im Jahr 2018 deutlich von 1,6% auf 1,1% abgeschwächt hat, waren die Bruttoanlage- und hierunter insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen ein Lichtblick – gerade vor dem Hintergrund der Sorgen rund um Handelsstreit, Brexit, Italien & Co. Erstere steigerten, wie auch die Bauinvestitionen, ihr Wachstum leicht von 2,9% auf 3,0%, Letztere deutlich von 3,7% auf 4,5%. Zu einem vollständigen Bild der deutschen Binnenkonjunktur im Jahr 2018 gehört aber auch, dass deren Schwung ohne einen kräftigen Lageraufbau, der 0,4 Prozentpunkte zum Wachstum beisteuerte, spürbar verhaltener ausgefallen wäre. Dass die Aufstockung der Läger durch die Unternehmen vollständig freiwillig erfolgt ist, darf am Beispiel der Autoindustrie angesichts eines schwä-

chelnden Wachstums der privaten Nachfrage sowie der Zulassungsprobleme aufgrund des neuen Abgasmessverfahrens zumindest bezweifelt werden. Mit Blick auf den immer noch kräftigen Zuwachs bei den Importen (+3,4%) sollte vor dem Hintergrund der unsicheren Aussichten für den Welthandel zudem auch der Import auf Vorrat eine Rolle gespielt haben. In Verbindung mit einer deutlichen Verlangsamung des Exportwachstums auf 2,4% gegenüber dem Vorjahr erwies sich der Außenhandel mit einem Wachstumsbeitrag von -0,2 Prozentpunkten als wesentlicher Belastungsfaktor für die deutsche Konjunktur im Jahr 2018, nachdem er im Vorjahr noch +0,3 Prozentpunkte beigesteuert hatte.

#### Schwaches 4. Quartal verringert Ausgangsbasis für 2019 weiter

Die BIP-Jahresergebnisse für 2018 lassen unter Vorbehalt auch Rückschlüsse auf das Wirtschaftswachstum im 4. Quartal zu, auch wenn diesbezügliche Daten erst Mitte (BIP-Wachstum) beziehungsweise Ende Februar (Details der Verwendungsrechnung) veröffentlicht werden. Vorsicht ist jedoch geboten, da regelmäßig auftretende Revisionen der Daten für die Vorquartale eine derartige Hochrechnung verzerren oder im Extremfall sogar gänzlich obsolet machen können. Eventuelle Revisionen werden zwar vom Statistischen Bundesamt bei der Berechnung der Jahresergebnisse berücksichtigt, aber ebenfalls erst mit Veröffentlichung der Ergebnisse für das 4. Quartal bekanntgegeben. Unter der Annahme, dass derartige Korrekturen der bereits veröffentlichten Daten sich in Grenzen halten, gehen wir davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im Schlussquartal nur sehr verhalten gewachsen ist. Die positive Nachricht ist, dass es nach dem BIP-Rückgang im 3. Quartal (-0,2% zum Vorquartal) damit vorerst nicht zu einer (technischen) Rezession in Deutschland gekommen ist. Definitionsgemäß ist hierfür ein Rückgang der Wirtschaftsleistung zum Vorquartal in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen erforderlich. Allerdings ist es auch nicht zum erhofften, kräftigeren positiven Rückprall der konjunkturellen Dynamik zum Start ins

#### Einzelhandel stützt – Industrie im 4. Quartal nochmals schwächer



Winterhalbjahr gekommen, auf den die temporären Belastungen des 3. Quartals – Autoindustrie, Niedrigwasser, etc. – zunächst hatten hoffen lassen. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die Industrie, deren Output im Schlussquartal 2018 voraussichtlich nochmals unterhalb seines schwachen Ergebnisses im Vorquartal gelegen hat. Hingegen kam es nach dem heißen Sommer im Einzelhandel zu einer Wiederbelebung, so dass der private Verbrauch – neben einer Erholung beim Außenhandel – maßgeblich für den von uns erwarteten, leichten BIP-Zuwachs zum Jahresende gewesen sein dürfte.

Die annähernde Stagnation der hiesigen Wirtschaftsleistung im 2. Halbjahr 2018 ist dabei insbesondere ein Problem, da sie die Ausgangsbasis für das laufende Jahr deutlich verringert. Insgesamt dürfte die deutsche Volkswirtschaft daher nur mit einem minimalen Wachstumsüberhang von 0,1 Prozentpunkten ins neue Jahr gestartet sein. Dieser hatte 2018 noch bei rund 0,8 Prozentpunkten gelegen.

#### Industrie, Brexit und Handelsstreit – Signale für verhaltenen Jahresauftakt?

Alleine die bereits – wenn auch nicht bis ins letzte Detail – evidente, schwächere Ausgangsbasis macht es uns unmöglich, an unserer bisherigen BIP-Wachstumsprognose von 1,3% für Deutschland im laufenden Jahr festzuhalten. Dies gilt selbst für den Fall, dass sich die Dynamik im Jahresverlauf mit einem stetigen Quartalswachstum von

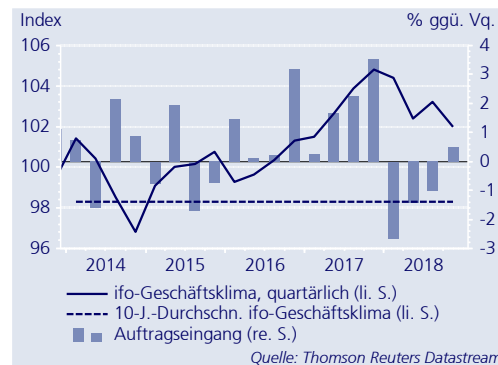
0,4% so entfalten sollte, wie bislang von uns erwartet. Zumindest mit Blick auf das 1. Quartal haben unsere diesbezüglichen Zweifel aber zugenommen. So gibt es bislang kaum Anzeichen, dass sich die temporären Belastungen in der deutschen Industrie bereits kurzfristig vollständig auflösen. Weiterhin zur Vorsicht mahnen zudem die Unsicherheit bezüglich des anstehenden Brexits sowie der andauernde Handelsstreit zwischen den USA und China, die bis zuletzt erheblich auf der – wenngleich in der Summe noch soliden – Stimmung von Unternehmen und Verbrauchern gelastet haben. Während hinsichtlich des Brexits aufgrund der unklaren politischen Interessenlagen aktuell kaum eine seriöse Prognose möglich ist, sind im Handelsstreit erste Gespräche bei Weitem noch keine nachhaltige Lösung. Eine solche wäre aber umso notwendiger, da der ‚Nebeneffekt‘ eines schwächeren Wachstums – in den USA noch nicht, in China bereits evident – nicht zuletzt ein Problem für die exportorientierte Wirtschaft hierzulande darstellt. In der Summe reduzieren wir daher unsere Prognose für das deutsche BIP-Wachstum im 1. Quartal von 0,4% auf 0,3%, wobei die Risiken angesichts der genannten Faktoren eher auf der Unterseite liegen.

### Moderater Konjunkturaufschwung setzt sich im Jahresverlauf fort

Für die weitere Entwicklung im Jahresverlauf 2019 wird es entscheidend sein, ob sich bei den zahlreichen (geo-)politischen Konfliktfeldern, die zunehmend Bremsspurten in der Realwirtschaft hinterlassen, Lösungen abzeichnen oder eine weitere Eskalation droht. Dies gilt neben den Handelskonflikten – nicht nur zwischen den USA und China – und dem Brexit beispielsweise auch für die Haushaltssperre in den USA, sofern sie noch länger anhält, oder die Gelbwestenproteste in Frankreich. Diese Risikofaktoren stellen eine potenzielle Belastung für die Konjunkturdynamik in den deutschen Partnerländern und damit – mittelbar oder unmittelbar – auch für das deutsche Wirtschaftswachstum dar.

Da wir aber davon ausgehen, dass im Jahresverlauf – zumindest in einzelnen Punk-

### Sentimentindikatoren auf soliden Niveaus – Aufträge machen Hoffnung



ten – Fortschritte erzielt werden können, gibt es aus unserer Sicht keinen Grund, für das laufende Jahr eine Rezession hierzulande heraufzubeschwören. Vielmehr rechnen wir damit, dass die deutsche Wirtschaft spätestens im 2. Quartal dieses Jahres endgültig wieder auf einen moderaten Expansionskurs einschwenken wird. Dies dürfte sich bereits kurzfristig in einer Stabilisierung diverser Sentimentindikatoren widerspiegeln. Diese sind zwar deutlich gesunken, bewegen sich aber gleichwohl noch auf Niveaus, die mit einem moderaten Konjunkturaufschwung gut vereinbar sind. Hoffnung für die 2018 gebeutelte hiesige Industrie macht dabei perspektivisch die Entwicklung der Auftragslage. So lagen die Neuaufträge im 4. Quartal voraussichtlich erstmals seit drei Quartalen wieder über ihrem Niveau der Vorperiode. Zusammen mit einer aktuellen Auftragsreichweite von (unverändert) rund fünfeinhalb Monaten bietet dies Potenzial für eine Erholung des Sektors. Hinzu kommen diverse, in unseren „Jahresperspektiven 2019“ genannte, positive Faktoren, die ungeachtet des schwachen 2. Halbjahrs 2018 weiterhin Gültigkeit besitzen. So bieten gesamtwirtschaftlich eine etwas expansivere Finanzpolitik sowie ein anhaltend niedriges Zinsniveau Unterstützung. Die robuste Arbeitsmarktentwicklung, die weiterhin Potenzial für signifikante Einkommenszuwächse bietet, dürfte im Zusammenspiel mit einem im Jahresdurchschnitt voraussichtlich niedrigeren Ölpreis sowie einer immer noch moderaten Inflation dem privaten Konsum Steigerungspotenzial im Bereich seines Vorjah-

reswachstums (1,0%) eröffnen. Der staatliche Konsum dürfte etwas kräftiger um 1,2% zulegen. Auch Ex- und Importe sollten ihre Wachstumsdynamik in etwa halten können. Allerdings haben insbesondere die Handelsstreitigkeiten sowie weitere globale Unsicherheitsfaktoren hier sichtbare Spuren hinterlassen. Wir müssen daher davon ausgehen, dass der Außenhandel das BIP-Wachstum in diesem Jahr mit einem Minus von 0,3 Prozentpunkten noch etwas stärker belasten wird als 2018. Die auch bei einer ausbleibenden Eskalation der Handelsdispute eingeschränkten Exportaussichten dürften zudem die Dynamik bei den Ausrüstungsinvestitionen mindern, so dass wir mit einem etwas moderateren Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen in Höhe von 2,4% gegenüber dem Vorjahr rechnen. Last but not least ist nicht davon auszugehen, dass es abermals zu einem starken, positiven Lagereffekt wie im Vorjahr kommen wird.

In der Summe gehen wir davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im Jahr 2019 nach einem etwas verhalteneren Jahresstart stetig um 0,4% im Quartal wachsen wird. Für das BIP-Wachstum im Gesamtjahr 2019 reduzieren wir unsere Prognose von zuvor 1,3% auf 1,0% zum Vorjahr. Der robuste Konjunkturaufschwung würde sich damit sukzessive zu einem moderaten Auf-

wärtstrend der deutschen Volkswirtschaft entwickeln. Eine weitere Eskalation der beschriebenen globalen Konfliktherde stellt dabei ein signifikantes Abwärtsrisiko für unsere Prognosen dar, wie im umgekehrten Fall nachhaltige Lösungen Überraschungspotenzial nach oben eröffnen könnten.

Ungeachtet dessen bleibt festzuhalten, dass die Abwärtsrevision unserer BIP-Wachstumsprognose für Deutschland in diesem Jahr in erster Linie der aufgrund des schwachen 2. Halbjahrs 2018 verringerten Ausgangsbasis geschuldet ist. Unsere etwas vorsichtigeren Erwartungen für das Jahr 2019 spielen hingegen nur eine untergeordnete Rolle.

*Dr. Lucas Kramer*

### Prognosen Postbank

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

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

\*\* in % des BIP



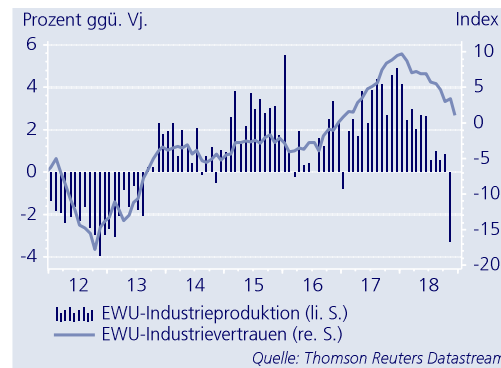
## EWU-Konjunktur: Nur schwaches Wachstum im Winterhalbjahr

### Industrie drückt Wirtschaftsleistung im Schlussquartal 2018

Nicht nur für Deutschland, sondern auch für den gesamten Euroraum zeichnet sich inzwischen recht deutlich ab, dass die Wirtschaft im Schlussquartal 2018 nur sehr langsam gewachsen ist. Verantwortlich hierfür zeichnet die Industrie. Deren Ausstoß fiel im November auf EWU-Ebene gegenüber dem Vormonat um 1,7%, wobei sich der Rückgang über alle Gütergruppen erstreckte. Im Vorjahresvergleich ergab sich ein Minus von 3,3%. Dies ist nicht nur der erste negative Wert seit Anfang 2017, sondern zugleich der schlechteste seit exakt sechs Jahren, als sich der Euroraum inmitten einer gesamtwirtschaftlichen Rezession befunden hatte. Davon sind wir derzeit allerdings meilenweit entfernt. Die miserable Produktionsentwicklung im November werten wir als Ausreißer nach unten, da sie allem Anschein nach durch eine unglückliche Kombination verschiedenster Faktoren zustande gekommen ist. Zu berücksichtigen ist insbesondere, dass der Vergleichswert aus dem November des Vorjahres sehr hoch gewesen ist und damit nun auf die Jahresrate drückt. Dazu dürften das extreme Niedrigwasser im Rhein oder die Gelbwestenproteste in Frankreich durch Behinderungen des Transportwesens die Produktion jeweils um das eine oder andere Zehntelprozent gedrückt haben. Insofern halten wir es für nicht unwahrscheinlich, dass es im Dezember einen positiven Rückprall gegeben hat. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass die EWU-Industrieproduktion im 4. Quartal gegenüber der Vorperiode gefallen ist und folglich das BIP-Wachstum belastet hat.

Ein Gegengewicht sollte aber der private Verbrauch gebildet haben. Hierauf deuten zumindest die Einzelhandelsumsätze hin. Diese sind auf EWU-Ebene im Oktober und im November im Vormonatsvergleich jeweils kräftig um 0,6% gestiegen und legen damit eine spürbare Erholung des privaten Verbrauchs nahe, nachdem dieser

### EWU-Industrieproduktion mit Ausreißer nach unten



im 3. Quartal nur sehr verhalten ausgeweitet worden war. Trotz der schwachen Produktion rechnen wir daher für das Schlussquartal 2018 mit einem BIP-Plus von 0,2% gegenüber der Vorperiode. Dies könnte gerade noch ausreichend sein, um unsere BIP-Prognose von 1,9% für das Gesamtjahr 2018 zu erreichen. Möglicherweise wird diese Rate aber auch leicht unterschritten.

### EWU-Wachstum überspringt 2019 wohl nur knapp die Ein-Prozent-Marke

Aber unabhängig von den exakten Wachstumsergebnissen für Q4 oder das Gesamtjahr 2018 ist festzuhalten: Der konjunkturelle Schwung ist erst einmal weg und wir gehen nicht davon aus, dass er kurzfristig zurückkommt. Wenig Hoffnung machen diesbezüglich auch die Stimmungsindikatoren. Die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Service-sektor haben ihren Sinkflug bis zum Jahresende 2018 fortgesetzt und liegen aktuell mit 51,4 bzw. 51,2 Punkten auf Niveaus, die nur ein sehr moderates Wachstum signalisieren. Für das 1. Quartal 2019 rechnen wir inzwischen nur noch mit einem Zuwachs gegenüber der Vorperiode um 0,3%, wobei hier bereits unterstellt wird, dass es bei der Produktion zu einer Gegenbewegung auf die vorherigen, negativ wirkenden Verzerrungen kommt.

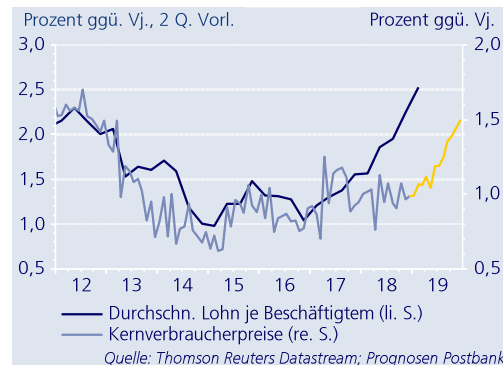
Für das Wachstum im weiteren Jahresverlauf sind wir jedoch keineswegs pessimistisch. Hoffnungen setzen wir insbesondere auf einen soliden Zuwachs des privaten Verbrauchs. Dieser sollte von der unerwartet positiven Entwicklung des Arbeitsmarktes profitieren. Immerhin ist die Arbeitslosenquote zuletzt auf ein Zehn-Jahrestief gefallen und dies bei einer deutlich zunehmenden Lohndynamik. Gleichwohl dürfte das sich abzeichnende, schwache Winterhalbjahr dem Jahr 2019 schon frühzeitig die Bilanz verhaseln. Wir senken unsere BIP-Prognose 2019 von 1,6% auf nur noch 1,2%. Zudem liegen die Risiken für diese Prognose aufgrund der vielfältigen Herausforderungen insbesondere auf dem Feld der Politik überwiegend auf der Unterseite.

### Ölpreis bremst 2019 voraussichtlich den Preisanstieg

Die EWU-Inflationsrate ist im Dezember von 1,9% auf 1,6% gesunken. Maßgeblich hierfür war der Rückgang der Vorjahresrate der Energiepreise von 9,1% auf 5,4%. Die Kerninflationsrate verharrte mit 1,0% auf ihrem Vormonatswert. Insgesamt kletterte die EWU-Inflationsrate 2018 auf 1,7%. In Deutschland lag der durchschnittliche Preisanstieg bei 1,9%.

Im Jahr 2019 dürfte die Preisentwicklung durch zwei gegenläufige Tendenzen

### Zunehmender Lohndruck spricht für steigende Kerninflation



geprägt werden. Wir rechnen zwar von heute aus gesehen mit einem leichten Anstieg des Brentölpreises auf 65 USD je Fass. Damit würde dieser aber im Jahresdurchschnitt um etwa 10% sinken. Der Anstieg der Energiepreise insgesamt wird damit wesentlich schwächer ausfallen als 2018. Im Gegenzug gehen wir aber von einer sukzessiven Zunahme der Kerninflation aus. Hierfür spricht neben der deutlichen Verstärkung der Lohndynamik der Energiepreisschub im Vorjahr, der sich mit Verzögerung durch die Preiskette arbeiten dürfte. In der Summe erwarten wir gleichwohl für 2019 einen Rückgang der EWU-Inflationsrate auf 1,5%. Die Teuerung in Deutschland sollte auf 1,6% nachgeben.

Heinrich Bayer

### Prognosen Postbank

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

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



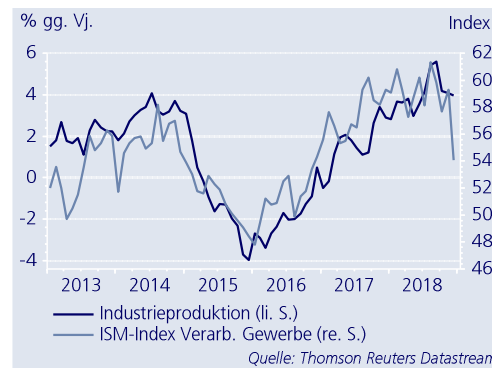
## US-Konjunktur: Wachstumsdynamik wird 2019 nachlassen

### Shutdown führt zu unklarer, weil ausgedünnter Datenlage

Vor Weihnachten eskalierte der Haushaltsstreit zwischen Präsident Trump und dem US-Kongress und führte zu einer Haushaltssperre. Dieser sogenannte Shutdown dauert nun bereits gut einen Monat und ist damit der längste in der US-Geschichte. Der Begriff ist insofern irreführend, als die Regierungsbehörden mitnichten komplett geschlossen sind. Im Zuge des Shutdown können allerdings rund 800.000 Staatsbedienstete bis auf Weiteres nicht mehr bezahlt werden. Ein Teil von ihnen wurde in unbezahlten Zwangsurlaub geschickt. Andere, deren Tätigkeit als unverzichtbar gilt, müssen ihre Jobs vorerst ohne Bezahlung weiter verrichten. Die Ermittlung und Veröffentlichung von Konjunkturdaten scheint nicht zu den unverzichtbaren Aufgaben zu gehören. Jedenfalls klaffen hier inzwischen gehörige Lücken. Üblicherweise lägen zum jetzigen Zeitpunkt z.B. Einzelhandelsdaten für das komplette 4. Quartal vor sowie die Handelsbilanz oder Auftragsgänge bis einschließlich November. Aktuell müssen wir uns dagegen bei den genannten Größen noch mit den Daten für Oktober begnügen.

Glücklicherweise gibt es aber noch einige Konjunkturindikatoren, die regulär veröffentlicht wurden. Und diese sehen gar nicht so schlecht aus. So ist die Industrieproduktion im Dezember um 0,3% gegenüber dem Vormonat gestiegen, nachdem sie im November um 0,4% zugelegt hatte. Mit einem Zuwachs der Produktion um 0,9% im 4. Quartal im Vergleich mit der Vorperiode blieb der Aufwärtstrend bis zuletzt intakt, auch wenn die Dynamik gegenüber den beiden sehr starken Vorquartalen nachgelassen hat. Sehr robust präsentierte sich zudem der Arbeitsmarkt. Im Dezember wurden 312 Tsd. zusätzliche Stellen geschaffen. Dies ist der zweitbeste Wert der vergangenen beiden Jahre.

### US-Industrie läuft noch auf hohen Touren – Ausblick wird aber unsicherer



Die ausgedünnte Datenlage gewährt aktuell zwar keinen tieferen Einblick in die konjunkturelle Entwicklung. Die verfügbaren Daten stützen aber unsere bisherige Erwartung einer Fortsetzung des Aufschwungs bei sinkender Dynamik. Wir gehen daher für das 4. Quartal unverändert von einem annualisierten Wachstum von etwa 2,5% im Vorquartalsvergleich aus. Im gesamten Jahr 2018 dürfte die US-Wirtschaft um 2,9% gewachsen sein. Kräftige Impulse sind dabei von den Bruttoanlageinvestitionen ausgegangen, deren Zuwachs sich auf 5,3% beschleunigt haben sollte. Wachstumsträger Nr. 1 ist aber wohl der private Verbrauch geblieben. Dessen Plus in 2018 veranschlagen wir auf 2,7%.

### Stimmungsindikatoren können extrem hohe Niveaus nicht mehr halten

Den konjunkturellen Höhepunkt hat die US-Wirtschaft aber unserer Einschätzung nach inzwischen überschritten. Klare Signale gingen diesbezüglich zuletzt von Sentimentindikatoren aus. Der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe ist im Dezember um 5,2 auf 54,1 Punkte und damit auf sein niedrigstes Niveau seit zwei Jahren abgestürzt. Der ISM-Serviceindex ist um 3,1 auf 57,6 Punkte gesunken. Einen überaus deutlichen Rückschlag erlitt zu

Jahresbeginn das Verbrauchervertrauen. Der Index der Uni Michigan rauschte im Januar von 98,3 auf 90,7 Punkte, ebenfalls ein Zweijahrestief. Um keine Missverständnisse aufkommen zu lassen: Die genannten Indikatoren behaupten immer noch sehr solide Niveaus und bieten keinen Anlass, an der Fortsetzung des Wachstumskurses zu zweifeln. Gleichzeitig gibt es aber reichlich Gründe, auf eine Abflachung des Wachstumspfades zu setzen. So gehen wir davon aus, dass die expansiven Impulse der Steuersenkungen, die die Konjunktur 2018 beflügelt haben, nachlassen. Auch dürften die ungelösten Handelskonflikte nicht schadlos an der US-Wirtschaft vorbeigehen. Für ein eher kurzfristiges Thema halten wir den Shutdown. Sofern er in absehbarer Zeit beendet wird, dürfte er das Wachstum nur im 1. Quartal leicht dämpfen. Insgesamt rechnen wir für 2019 mit einer Abschwächung des BIP-Wachstums auf 2,5%. Dabei profitiert das Jahresergebnis aber von einem recht hohen Wachstumsüberhang aus dem Vorjahr. Im Jahresverlauf dürfte der Zuwachs des BIP hinter dieser Marke zurückbleiben.

### Energiepreise ziehen Inflationsrate 2019 nach unten

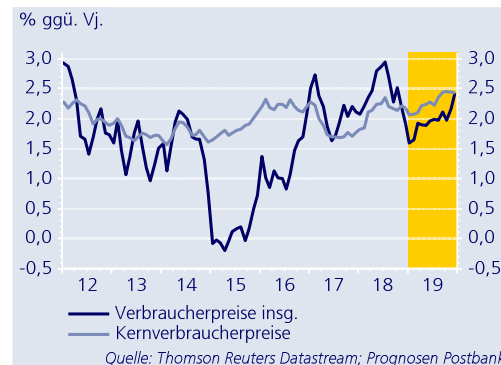
Im Dezember sind die US-Verbraucherpreise im Vormonatsvergleich um 0,1% gesunken. Dadurch fiel die Inflationsrate deutlich von 2,2% auf 1,9%. Verantwortlich waren fast ausschließlich die nochmals nachgebenden Energiepreise. Die Kernverbraucherpreise

### Prognosen Postbank

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

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

### Inflationsrate gerät Anfang 2019 nochmals unter Abwärtsdruck



cherpreise legten um 0,2% gegenüber November zu, wodurch die Kerninflation bei 2,2% verharrte. Insgesamt hatte der Faktor Energie 2018 aber einen preistreibenden Effekt, wodurch die Inflationsrate im Durchschnitt mit 2,4% über der Kerninflation von 2,1% lag.

Zu Jahresbeginn 2019 dürfte die Inflationsrate nochmals deutlich unter ihr Niveau vom Dezember sinken. Obwohl der Ölpreis aktuell nach oben gedreht hat, sind nämlich die Benzinpreise noch etwas gesunken. Das Preisniveau insgesamt wird somit gegenüber Dezember wohl nur moderat gestiegen sein. Im Januar 2018 war es hingegen zu einem kräftigen Preisschub gekommen, der sich nun als Basiseffekt bemerkbar machen wird. Die Inflationsrate könnte deshalb auf gut 1½% fallen, bevor sie nachfolgend wieder anzieht. Zur Jahresmitte rechnen wir mit einem Inflationsniveau von knapp 2%. Gegen Ende 2019 könnte dann schon wieder eine Größenordnung von 2½% erreicht werden. Im Jahresdurchschnitt gehen wir von einem Rückgang der Inflationsrate auf 2,0% aus. Dabei unterstellen wir für das gesamte Jahr einen Brentölpreis von 65 USD je Fass. Rohöl hätte damit im Jahresdurchschnitt einen leicht inflationsdämpfenden, gegen Jahresende aber leicht preistreibenden Effekt. Bei der Kerninflation rechnen wir für 2019 aufgrund des immer enger werdenden Arbeitsmarktes mit einem leichten Anstieg auf durchschnittlich 2,3%.

Heinrich Bayer

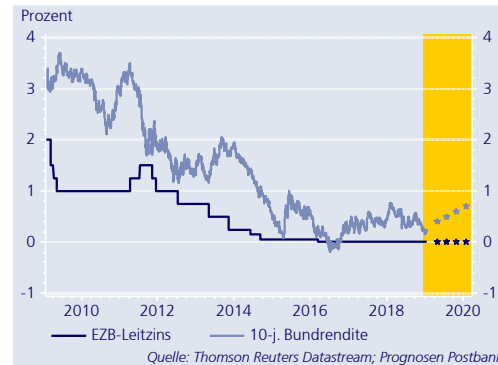
## Rentenmarkt: Gedämpfte Zinserwartungen

### Kein Zinsschritt der EZB in 2019

Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung Mitte Dezember die Leitzinsen nicht verändert und seine Absicht bestätigt, diese bis mindestens über den Sommer 2019 auf ihren aktuellen Niveaus zu belassen. Zudem traf er den formalen Beschluss, die Nettoanleihekäufe Anfang 2019 einzustellen. Die Rückflüsse aus auslaufenden Anleihen sollen weiterhin in vollem Umfang reinvestiert werden. Bis dahin entsprach alles den Erwartungen. Darüber hinaus gab die EZB jedoch bekannt, dass die Reinvestitionen noch für einen beträchtlichen Zeitraum nach der ersten Leitzinserhöhung fortgeführt werden sollen. Diese Erweiterung ihrer „Forward Guidance“ ist nicht überraschend, aber neu. Die EZB folgt damit dem Beispiel der Fed, indem sie sich festlegt, dass eine Reduzierung ihrer Anleihebestände der Zinswende auf keinen Fall vorausgeht. Des Weiteren hat die EZB ihre vierteljährlichen Projektionen für BIP-Wachstum und Inflation in der EWU angepasst. Die BIP-Projektionen für 2018 (1,9% nach 2,0%) und 2019 (1,7% nach 1,8%) wurden leicht nach unten genommen, die für 2020 blieb bei 1,7%. Die Inflationsprognose für 2018 wurde von 1,7% auf 1,8% angehoben, die für 2019 von 1,7% auf 1,6% gesenkt. Für 2020 rechnet die EZB weiterhin mit 1,7%.

In ihrer Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung geht die EZB zwar nach wie vor von ausgeglichenen Risiken aus. Das später veröffentlichte Protokoll der Ratsitzung sowie jüngere Äußerungen von EZB-Vertretern zeigen aber, dass die Besorgnis der Währungshüter über die weitere konjunkturelle Entwicklung zugenommen hat. Auf Basis aktueller Frühindikatoren und der voraussichtlichen Ölpreisentwicklung erscheinen die Projektionen der EZB für das BIP-Wachstum und die Inflation in diesem Jahr außerdem etwas zu optimistisch. Die Inflation dürfte wegen des insgesamt noch verhaltenen Preisdrucks im Euroraum in diesem Jahr deutlich unterhalb des Inflationsziels der Notenbank verharren. Vor diesem Hintergrund

### Zinsniveau im Euroraum bleibt sehr niedrig



und angesichts der konjunkturellen Risiken halten wir einen Zinsschritt der EZB noch in diesem Jahr für nunmehr unwahrscheinlich. Nur im Fall einer schnellen Deeskalation im US-Handelsstreit und der Vermeidung eines harten Brexits könnte eine Zinserhöhung im Euroraum 2019 doch noch auf der Agenda stehen.

### Fed: Nur noch zwei Zinserhöhungen in diesem Jahr

Das FOMC hat auf seiner Dezembersitzung beschlossen, den US-Leitzins auf nunmehr 2,25-2,50% anzuheben. Während dieser Schritt auf breiter Front erwartet worden war, stieg die Unsicherheit bezüglich des weiteren Pfads der Geldpolitik in den USA zuletzt deutlich. Vor diesem Hintergrund suchten viele Marktakteure im FOMC-Statement und den Ausführungen Jerome Powells auf der nachfolgenden Pressekonferenz nach entsprechenden, für mehr Klarheit sorgenden Hinweisen. Zwei Aspekte sind hierbei erwähnenswert. Zum einen erwarten die Währungshüter mehrheitlich nach zuvor drei jetzt nur noch zwei weitere Zinsschritte im laufenden Jahr. Zum anderen wurde eine neue Formulierung ins FOMC-Statement aufgenommen, die darauf schließen lässt, dass das FOMC seinen zukünftigen geldpolitischen Kurs in zunehmenden Maße von der Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten abhängig machen wird. Offenkundig

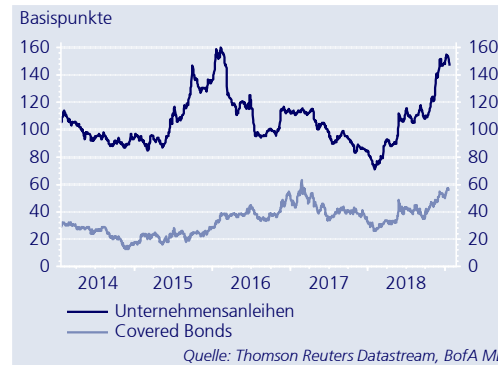
sollen hierdurch die Marktteilnehmer dahingehend beruhigt werden, dass die US-Währungshüter darauf achten werden, keinen zu restriktiven, den Konjunkturaufschwung gefährdenden geldpolitischen Kurs einzuschlagen. Dies spricht unseres Erachtens dafür, dass die Fed ihren Leitzins nicht mehr im Quartalsrhythmus erhöhen, sondern 2019 auf eine langsamere Gangart umschalten wird. Denn das verschlechterte globale Konjunkturmilieu, die potenziellen Belastungen im Zusammenhang mit dem Government Shutdown und die Marktturbulenzen der vergangenen Monate dürften die Fed nicht unbeeindruckt lassen. Wir gehen daher davon aus, dass die US-Notenbank ihren Leitzins in diesem Jahr nur noch zweimal erhöhen wird.

### Renditeanstieg fällt verhaltener aus

Die Renditen verharrten zu Jahresbeginn auf einem sehr niedrigen Niveau. 10-jährige Bundesanleihen rentieren aktuell gerade einmal bei 0,24%. In den USA liegt die Rendite von Staatsanleihen gleicher Laufzeit nur noch bei 2,76%, ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Stand von mehr als 3% zu Beginn des vierten Quartals 2018. Das moderate Renditeniveau ist zum einen einer vorsichtigeren Haltung der Notenbanken dies- wie jenseits des Atlantiks zu verdanken. Dies war mit einem „Auspreisen“ zuvor erwarteter Leitzinserhöhungen im Euroraum und den USA verbunden. Zum anderen haben sich in beiden Währungsräumen die Inflationserwartungen zurückgebildet, was sich zusätzlich dämpfend auf das Renditeniveau ausgewirkt hat. Für den Euroraum erwarten die Märkte auf mittlere Sicht nur noch eine Inflation von rd. 1,5%. Deutsche Bundesanleihen und US-Treasuries haben als sichere Häfen für Anleger darüber hinaus von einer steigenden Unsicherheit im Zusammenhang mit dem unklaren Ausgang des Brexits und des US-Handelsstreits sowie von weiteren politischen Risiken profitiert.

Zwar sollten die Konjunktursorgen im Jahresverlauf abnehmen und auch die ein oder andere politische Krise dürfte an Schärfe verlieren. Dies sollte dazu führen, dass Anleger wieder etwas risikofreudiger

### Ausweitung von Risikoprämien übertrieben (Spread ggü. Benchmark)



werden und Kapital aus relativ sicheren Anlageformen wie Bundesanleihen abziehen. Zu einem massiven Renditeanstieg bei deutschen Staatsanleihen dürfte es dennoch nicht kommen. Denn eine erste Leitzinserhöhung der EZB befindet sich noch in weiter Ferne und auch von Seiten der Inflation ist eher mit moderaten Aufwärtssimpulsen für die Renditen zu rechnen. Auch von den US-Märkten dürfte nur ein begrenzter Druck auf die Renditen ausgehen, wenn die Fed wie erwartet auf einen langsameren Zinserhöhungskurs einschwenkt. Vor diesem Hintergrund rechnen wir bis Jahresende 2019 nur noch mit einem Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf 0,70%. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries erwarten wir per Jahresresultimo bei 3,10%.

### Unternehmensanleihen mit Erholungspotenzial

Das Ende der Nettoanleihekäufe durch die EZB zum Jahresende hat bereits erkennbare Spuren am Rentenmarkt hinterlassen. So haben sich die Risikoaufschläge in vielen Marktsegmenten stark erhöht. Der Spread von Covered Bonds gegenüber Bundesanleihen ist seit September 2018 um gut 20 Bp. gestiegen, der von Unternehmensanleihen mit guter bis sehr guter Bonität (Investmentgrade-Rating) um mehr als 40 Bp. Etwas differenzierter fiel die Entwicklung der Risikoprämien bei EWU-Staatsanleihen aus. Während sich der Spread französischer und spanischer Staatsanleihen etwas ausweitete, war bei

Italienischen Staatsanleihen eine Einengung zu beobachten. Im Falle Frankreichs dürften die teuren Versprechen des französischen Präsidenten zur Befriedung der anhaltenden Proteste im Land das Vertrauen in den Willen Frankreichs, das hohe Haushaltsdefizit zu reduzieren, nicht gerade befördert haben. Ein allgemeiner Belastungsfaktor für den Markt war die - nicht ganz unberechtigte - Sorge vor einem konjunkturellen Abschwung und den Folgen für die Bonität staatlicher und privater Schuldner. Die positive Entwicklung bei italienischen Staatsanleihen war der Beilegung des Haushaltsstreits der Regierung mit der EU-Kommission zu verdanken. Die Vereinbarung könnte sich im weiteren Jahresverlauf aber als „Burgfrieden“ erweisen. So könnte der Konflikt im Vorfeld der Europawahlen Ende Mai wieder aufflammen, wenn sich die populistischen Regierungspartner von einer harten Haltung gegenüber der EU Stimmenzuwächse erhoffen.

Trotz der genannten Einflussfaktoren, die in der Summe die deutliche Ausweitung der Risikoprämien erklären, halten wir das Ausmaß des Anstiegs für fundamental nicht gerechtfertigt. Die meisten EWU-Staaten, eine Ausnahme bilden Italien und Frankreich, haben ihre Defizit- und Verschuldungskennzahlen in den vergangenen Jahren kontinuierlich verbessert. Europäische Unternehmen weisen insgesamt solide Finanzkennzahlen auf, so dass auch ein nachhaltiger Konjunkturabschwung oder ein steigendes Zinsniveau nicht zu einem sprunghaften Anstieg von Zahlungsausfällen führen würden. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die übertrieben negative Stimmung bei Anlegern im weiteren Jahresverlauf abnehmen und den Weg für einen Rückgang der Risikoaufschläge ebnen wird.

*Dr. Marco Bargel*

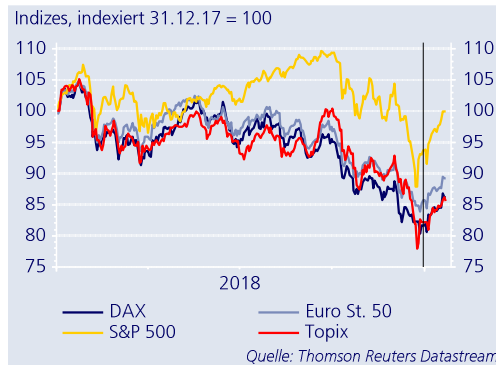
### Prognosen Postbank

	22.01.	in 3 M	in 12 M
<b>Leitzinsen in %</b>			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	2,25-2,50	2,25-2,50	2,75-3,00
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	1,00
<b>Renditen 10 Jahre in %</b>			
Bunds	0,24	0,40	0,70
US-Treas.	2,74	3,00	3,10
Jap. JGBs	0,00	0,05	0,05
Brit. Gilts	1,32	1,50	1,95
<b>Spreads ggü. Bunds in Basispunkten</b>			
10j. Swap	55	50	45
EWUNon-Fin.	113	110	100

Quelle: Bloomberg Finance LP,  
Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt: Getragen von steigenden Gewinnen aufwärts

### Start ins neue Jahr ist gut gelungen



### US-Anleger waren in 2018 zu optimistisch

Alle vier von uns analysierten Indizes verzeichneten im abgelaufenen Jahr 2018 einen Kursrückgang. Selbst der Standard & Poor's 500, der sich bis in den Herbst in positivem Terrain bewegte, rutschte in den letzten Monaten des Jahres noch in die Verlustzone. Sorgen vor einer aus der Sicht vieler Investoren zu aggressiven Zinserhöhungspolitik der US-Notenbank, eine nachlassende Konjunktur sowie negativen Effekten aus dem Handelskonflikt der beiden größten Volkswirtschaften der Welt, USA und China, verdarben vielen Anlegern an der Wall Street die bis dahin gute Laune. Mit -6,2% fiel der Kursrückgang des US-Leitindex im Vergleich zu DAX (-18,3%), Euro Stoxx 50 (-14,3%) und Topix (-17,8%) aber deutlich moderater aus.

Während sich die Investoren an der Wall Street bis in den Herbst 2018 von den goldgeränderten Bilanzen der US-Unternehmen haben blenden lassen, nahmen die Anleger in Europa und Japan die oben genannten Punkte schon im Frühjahr 2018 als potenzielle Risiken wahr und agierten fortan an der Börse mit Vorsicht. Erst gegen Ende 2018 realisierten die Investoren an der Wall Street zunehmend, dass die von den US-Unternehmen von Q4/17 bis Q3/18 gezeigten Gewinnzuwächse in einem erheblichen Maße der von Donald Trump initiierten Reduzierung der Unter-

nehmenssteuern von 35 Prozent auf 21 Prozent geschuldet und somit einmalige Erfolgsmeldungen waren.

### Berichtssaison im Fokus der Anleger

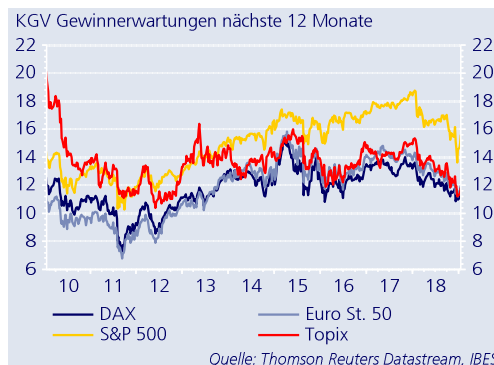
An der Wall Street haben inzwischen zwölf Prozent der im S&P 500 gelisteten Unternehmen über ihren Geschäftserfolg im 4. Kalenderquartal 2018 berichtet. Diese Gruppe von Firmen ist für eine belastbare Analyse der Berichtssaison noch zu klein. Sie kann aber einen ersten Hinweis geben, wohin die Reise insgesamt gehen könnte. Wie gewohnt übertreffen die Unternehmen mit einer deutlichen Mehrheit von mehr als 80 Prozent die Konsensprognosen der Analysten für den Gewinn je Aktie. Beim Umsatz gelingt dies nur gut der Hälfte von ihnen. Bei den harten Fakten – Umsatz- und Gewinnveränderung im Vergleich zum Vorjahresquartal – können vier von fünf Unternehmen mit einem besseren Wert als im Vorjahreszeitraum aufwarten. Dies sind nach unserer Ansicht sehr gute Werte. Im Vergleich zu den Vorquartalen fällt das prozentuale Gewinnwachstum auf aggregierter Basis für den S&P 500 allerdings deutlich niedriger aus. Der positive Effekt der Trumpschen Steuersenkung verliert zunehmend an Kraft. Dies sollte in den kommenden Quartalen noch deutlicher zu Tage treten. In Deutschland, der Eurozone sowie Europa steckt die Berichtssaison noch in den Kinderschuhen. Von den in den entsprechenden Leitindizes gelisteten Unternehmen haben noch keine zehn Prozent ihre Bilanz präsentiert. Selbst für einen ersten Blick ist diese Anzahl zu gering. Dies gilt ebenfalls für Japan.

### Investoren sollten Blick nach vorne richten

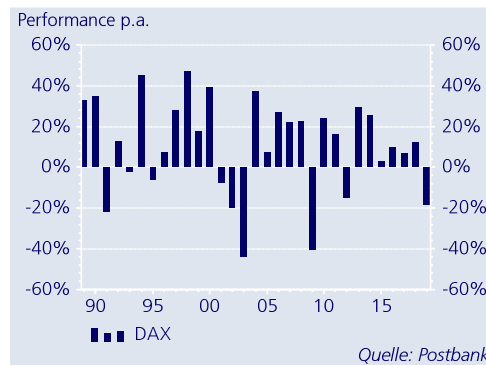
Die Kursentwicklungen der von uns analysierten Indizes in den ersten Wochen des neuen Jahres zeigen, dass die Investoren, allen genannten Sorgen zum Trotz, positiv in die Zukunft schauen. Im Vergleich mit ihren Schlusständen zum Jahreswechsel



**Vor allem DAX, Euro Stoxx 50 und Topix attraktiv bewertet**



**DAX – Auf Schatten folgt zumeist Licht**



18/19 weisen sie aktuell Kurszuwächse zwischen 3,7% und 5,0% auf. Auch das aktuelle europäische Topthema Brexit bremst die Kursentwicklung momentan nicht entscheidend aus. Dies bedeutet aber nicht, dass nun alle Probleme ad acta gelegt werden können. Augenscheinlich sind sie nach Ansicht der überwiegenden Zahl der Investoren aktuell aber ausreichend in den Kursen eingepreist. Allerdings können alle Themen jederzeit als Belastungsfaktoren für die Aktienmärkte schlagend werden, allen voran der Brexit. Denn die aktuelle Deadline lautet 29. März 2018. Kurzfristig können die Investoren an den Börsen daher durchaus wieder in rauere See geraten. Schon auf Sicht von drei Monaten erwarten wir aber moderate Kurszuwächse und kalkulieren, dass der DAX dann beispielsweise im Bereich von 11.250 Punkten notiert. Im Jahresverlauf sollten vor allem die Themen Handelskonflikt und Brexit ihre Schärfe verlieren. Dies würde DAX und Co., getragen von steigenden Unternehmensgewinnen, Kurspotenzial eröffnen. Auf Jahressicht erwarten wir alle vier Indizes deutlich über ihren aktuellen Kursniveaus. Aufgrund der attraktiveren Bewertung sollten vor allem DAX und Euro Stoxx 50 den US-Leitindex outperformen.

eine positive Performance verzeichnet. Auf Kalenderjahre mit einer negativen Wertentwicklung folgte in mehr als drei Viertel aller Fälle sofort wieder ein Jahr mit einem Kursanstieg. Die Chance steht somit – rein statistisch – gut, dass auch 2019 eine positive Performance aufweisen wird. Die Phase nach der „Y2K-“ bzw. „Dotcom-Blase“ mit drei negativen Indexjahren am Stück stellt die einzige Ausnahme dar. Seinerzeit befanden sich die Aktienmärkte weltweit in einer extremen Phase der Übertreibung. Anders als heute erreichte die überwiegende Zahl der Indizes weltweit extrem hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse. DAX bzw. Euro Stoxx 50 beispielsweise wiesen Anfang des Jahrtausends KGVs von jeweils rd. 30 auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate auf. Aktuell belaufen sich ihre KGVs auf 11,0 bzw. 11,5. Diese Werte unterschreiten die langfristigen Mediane, beim DAX sogar deutlich. Von einer Übertreibung und den daraus resultierenden (Kurs)Risiken kann folglich keine Rede sein. Auch von dieser (statistischen) Seite stehen nach unserer Ansicht die Zeichen gut, dass der DAX 2019 mit einem Kursplus beendet.

*Heinz-Gerd Sonnenschein*

**Historie spricht für positive Kursentwicklung des DAX in 2019**

Seit seiner Auflegung am 31.12.1987 beträgt der jährliche Kurszuwachs des deutschen Leitindex im Mittel 10,5%. In 22 von insgesamt 31 Jahren hat der DAX

**Prognosen Postbank**

	22.01.	in 3 M	in 12 M
DAX	11.090	11150-11350	12800-13000
Euro St. 50	3.113	3050-3250	3450-3650
S&P 500	2.633	2600-2700	2900-3000
Topix	1.556	1525-1625	1775-1875

Quelle: Bloomberg Finance LP

## Marktprognosen Februar 2019

Zinsen in %	22.01.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
<b>Euroraum</b>					
Refisatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25
2-j. Bunds	-0,59	-0,55	-0,50	-0,45	-0,40
10-j. Bunds	0,24	0,40	0,50	0,60	0,70
<b>USA</b>					
Fed Funds Rate	2,25-2,50	2,25-2,50	2,50-2,75	2,50-2,75	2,75-3,00
3-Monats-Libor	2,78	2,85	3,05	3,10	3,30
2-j. Treasuries	2,59	2,75	2,95	3,10	3,20
10-j. Treasuries	2,74	3,00	3,10	3,10	3,10
<b>EUR/USD-Spreads in Basispunkten</b>					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-309	-315	-335	-340	-355
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-250	-260	-260	-250	-240
<b>Japan</b>					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>UK</b>					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,32	1,50	1,65	1,80	1,95
<b>Swap/Credit Spreads in Basispunkten</b>	<b>22.01.</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 6 Monaten</b>	<b>in 9 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
10-j. Swaps ./ Bunds	55	50	50	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-3	-10	-10	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	113	110	105	105	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	371	360	360	350	340
<b>Wechselkurse</b>	<b>22.01.</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 6 Monaten</b>	<b>in 9 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
US-Dollar (EUR/USD)	1,1369	1,13	1,15	1,18	1,20
Japanischer Yen (EUR/JPY)	124,30	125	126	128	130
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8770	0,87	0,86	0,85	0,84
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1333	1,13	1,13	1,13	1,15
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,7417	8,00	8,25	8,60	8,80
<b>Commodities</b>	<b>22.01.</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 6 Monaten</b>	<b>in 9 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	61,03	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.284	1.260	1.260	1.230	1.230
<b>Aktien</b>	<b>22.01.</b>	<b>KGV</b>		<b>Kursziel</b>	
		<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
DAX	11.090	13,2	12,0	11150-11350	12800-13000
Euro Stoxx 50	3.113	13,2	12,1	3050-3250	3450-3650
Standard & Poor's 500 *	2.633	16,6	15,6	2600-2700	2900-3000
Topix	1.556	12,5	11,6	1525-1625	1775-1875

\* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

## Konjunkturprognosen Februar 2019

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