

März 2019

- **DAX: Trotz Gewinnrückgang – Dividenden steigen weiter**
Siemens hat Dividendensaison schon eingeläutet
Ausschüttungssummen steigen nicht nur in Deutschland im langfristigen Trend
Deutsche Firmen zahlen aus den erwirtschafteten Gewinnen
Aktien haben im Rendite-Check weiterhin die Nase vorn, ...
... aber Dividenden sind nicht der neue Zins
Dividenden machen langfristig den Unterschied

- **EWU-Konjunktur: Deutschland segelt haarscharf an einer Rezession vorbei**
Ausgeprägte Wachstumsschwäche im 2. Halbjahr 2018
Wachstumsprognosen für Deutschland und für die EWU nochmals gesenkt
EWU-Inflationsrate sinkt 2019 wohl auf 1,3%

- **US-Konjunktur: Sentiment trübt sich ein – aber kein Zweifel an Fortsetzung des Aufschwungs**
Konjunkturelle Dynamik hat zum Jahresende etwas nachgelassen
Jahresstart gelungen? – Noch kein klares Bild
Inflationsrate dürfte im Jahresdurchschnitt 2019 deutlich nachgeben

- **Rentenmarkt: Notenbanken rudern weiter zurück**
EZB wird skeptischer
USA: Zinserhöhungszyklus kurz vor dem Ende
Kaum Spielraum für höhere Renditen
Risikoaufschläge bilden sich zurück

- **Aktienmarkt: Kurzfristig unter Schwankungen seitwärts**
Aktienmärkte weltweit de facto im Parallelflug
Erholungsrally sollte bald auslaufen
Berichtssaison mit mehr Schatten als Licht
Ab dem Sommer kann es wieder aufwärts gehen

Team Postbank Research

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Dr. Lucas Kramer

lucas.kramer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 26. Februar 2019

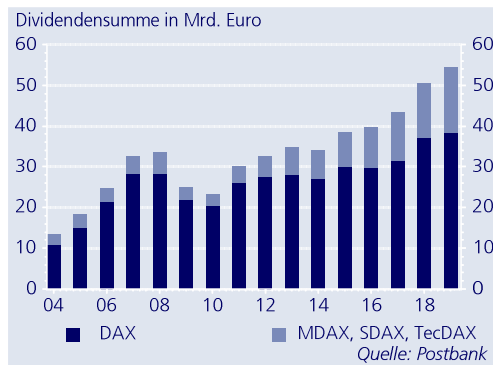
Postbank – eine Niederlassung der
DB Privat- und Firmenkundenbank AG
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228) 920-0

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.

DAX: Trotz Gewinnrückgang – Dividenden steigen weiter

Fünfter Anstieg der Dividendensumme in Folge erwartet



Siemens hat Dividendensaison schon eingeläutet

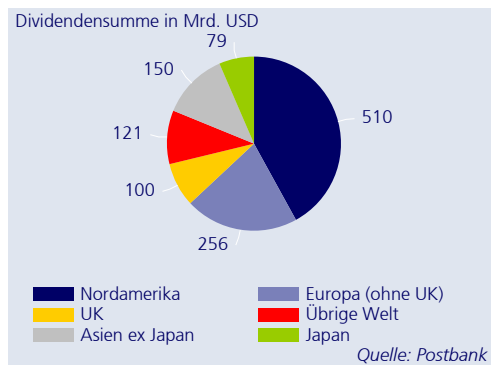
Am 31. Januar 2019 eröffnete Siemens den Reigen der Hauptversammlungen der DAX-Unternehmen. An den Folgetagen wurde den berechtigten Aktionären die Dividende für das Geschäftsjahr 2017/2018 durch ihre Depotbank angewiesen. Dies war der Startschuss der Dividendensaison der 30 DAX-Mitglieder. Das Gros der Indexmitglieder, knapp 90 Prozent, wird allerdings erst ab April dieses Jahres seine Hauptversammlungen durchführen, auf denen von den anwesenden Aktionären beschlossen wird, wie hoch die Dividende je Aktie ausfallen soll, die den Aktionären in der Folge für das abgelaufene Geschäftsjahr gutgeschrieben wird. Dieses Jahr werden, anders als noch im letzten Jahr, als ein Unternehmen keine Dividende zahlte, alle DAX-Konzerne eine Ausschüttung an ihre Eigentümer vornehmen. Die Chancen stehen gut, dass zwei Drittel der Indexmitglieder ihre Dividende im Vergleich zu der im Vorjahr gezahlten erhöhen. Die Gesamtausschüttungssumme für den DAX dürfte sich nach unseren Hochrechnungen auf einen neuen Rekordwert von gut 38 Milliarden Euro belaufen. 2018 waren es noch 37,2 Milliarden Euro. Dies bedeutet, dass die DAX-Konzerne ihre Aktionäre in der Gesamtsumme mit einer höheren Ausschüttung bedenken als noch im Vorjahr, und dies, obwohl ihre Gewinne

nach Steuern im Vergleich zu 2017 gesunken sind. Auf den ersten Blick könnte man versucht sein, dieses Verhalten negativ zu bewerten. Allerdings wollen die Unternehmen nach unserer Einschätzung mit der insgesamt erhöhten Ausschüttung nicht vom Gewinnrückgang ablenken. Sie wollen ihren Investoren vielmehr zeigen, dass es sich nur um eine kurzfristige Delle in der Ertragsentwicklung handelt und dass das Unternehmen weiterhin auf soliden Füßen steht und über ein auch künftig profitables Geschäftsmodell verfügt. Außerdem handelt es sich um keinen dramatischen Gewinneinbruch, sondern nur um eine moderate Konsolidierung. Kumuliert konnten die 30 DAX-Konzerne ihren Gewinn 2017 im Vergleich zu 2016 um mehr als fünfzig Prozent auf ca. 95 Milliarden Euro steigern. Für 2018 erwarten wir einen Rückgang auf rd. 91 Mrd. Euro. Das Minus ist mit ca. vier Prozent zu vernachlässigen. Hier wird nach unserer Ansicht deutlich, dass es den deutschen Top-Konzernen bei weitem nicht so schlecht geht, wie es aufgrund der zahlreichen Gewinn- und Umsatzwarnungen den Anschein haben mag oder wie es uns einige Auguren weis machen wollen. Außerdem erwarten wir, dass die DAX-Unternehmen sowohl in 2019 als auch 2020 kumuliert wieder steigende Gewinne ausweisen werden.

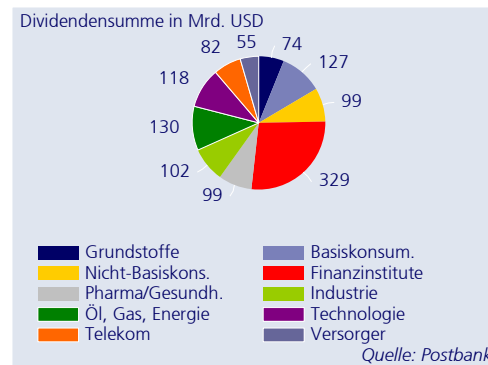
Ausschüttungssummen steigen nicht nur in Deutschland im langfristigen Trend

Die langfristig ansteigende Entwicklung der Dividendensumme, die von den in DAX, MDAX, SDAX und TecDAX notierten Firmen jährlich an ihre Aktionäre ausbezahlt wird, zeigt, dass es den deutschen Unternehmen wirtschaftlich gut geht. Von 2004 bis 2019 hat sich die Ausschüttungssumme von 13,4 auf mehr als 50 Mrd. Euro gesteigert. Aber nicht nur deutsche Firmen haben ihre Dividendenzahlungen in den letzten Jahren erhöht. Dies gilt ebenso für Europa, wo dieses Jahr auf Basis des MSCI Europe rd. 350 Mrd. Euro an die

Nordamerika hat mit deutlichem Abstand die Nase vorn



Branchen global: Finanzinstitute momentan am spendabelsten



Aktionäre verteilt werden sollen. Dies ist ein Plus von ca. 16 Mrd. Euro im Vergleich zu letztem Jahr. Weltweit erhöhten sich die Ausschüttungen von 2014 bis 2018 von 1.051 Mrd. US-Dollar auf 1.215 Mrd. US-Dollar. Den Löwenanteil kehren die nordamerikanischen Firmen aus. Sie erhöhten im genannten Zeitraum ihren Anteil sogar von 33 auf 37 Prozent. Die Unternehmen aus den Industrieländern bringen rd. 80 Prozent der gesamten Dividendensumme auf. Im Vergleich zu den Firmen in den Schwellenländern kehren sie sogar mehr an ihre Aktionäre aus, als ihr Anteil an der globalen Marktkapitalisierung ausmacht.

Betrachtet man die globale Dividendenentwicklung dagegen auf Branchenebene, wird deutlich, dass Ausschüttungserhöhungen keineswegs eine „Einbahnstraße“ sind. Im Vergleich zu 2017 verringerten 2018 zwei Branchen ihre Dividendenzahlungen: Telekom und Versorger. 2017 war es nur einer, 2016 dafür vier der zehn Sektoren. Hier wird schon erkennbar, dass auch bei einer Anlagestrategie, die sich auf Dividendenzahler konzentriert, die richtige Auswahl getroffen werden muss, vor allem, da von den sieben Branchen, die in den letzten drei Jahren ihre Dividenden gekürzt haben, keine zweimal vertreten ist. Lediglich zwei der zehn Branchen erhöhten seit 2011 jedes Jahr die Ausschüttungssumme: Finanzinstitute und Technologieunternehmen. Bei Finanzinstituten braucht man aber nur gut zehn Jahre zurück zu blicken. Während der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise waren Dividenden-

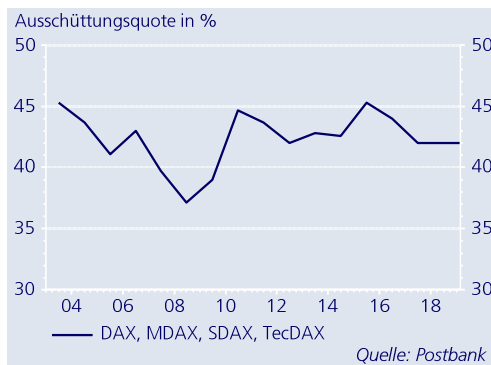
kürzungen auch bei diesen Unternehmen erforderlich.

Deutsche Firmen zahlen aus den erwirtschafteten Gewinnen

Dass die Dividendenzahlungen deutscher Unternehmen nicht zu Lasten ihrer finanziellen Reserven gingen, zeigt die Entwicklung der Ausschüttungsquoten. Diese Quoten geben das Verhältnis zwischen Dividendensumme und Unternehmensgewinn wieder. Im Mittel haben die in den DAX, MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Firmen 42,5% ihres Überschusses im abgebildeten Zeitraum an ihre Aktionäre verteilt. Alle Quoten seit 2004 blieben deutlich unterhalb von 50 Prozent. Dies legt die Schlussfolgerung nahe, dass die Unternehmen mit großer Mehrheit die Dividenden aus den laufenden Gewinnen und nicht aus den Reserven finanziert haben. Am Zusammenspiel von Dividendensumme und -quote wird außerdem deutlich, dass die Unternehmen als Ganzes betrachtet ihre Gewinne von 2004 bis 2018 annähernd vervierfacht haben müssen.

Im gesamten Zeitraum von 2004 bis 2018 bewegte sich die Ausschüttungsquote in einer relativ engen Spanne zwischen 37,1% und 45,3%. Dies zeigt, dass die Firmen auch im Verlauf der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise die Ausschüttungen an ihre Aktionäre, gemessen an der Quote, weitgehend stabil gehalten haben. Das Quotentief von 37,1% wurde

Firmen halten Ausschüttungsquoten vergleichsweise stabil



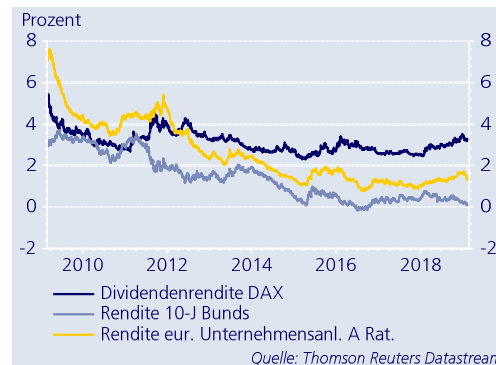
schon im Jahr 2008 erreicht. In den Folgejahren zog sie wieder an. Das Tief ging mit einer für die damalige Zeit rekordhohen Dividendensumme einher. Die Unternehmen haben offenbar 2007 noch sehr gut verdient und die Ausschüttungsquote bewusst heruntergefahren, um ihre finanziellen Reserven für die aufziehende Krise aufzustocken.

Die Entwicklung der Dividendensumme gibt aber auch die Belastungen der Geschäftsentwicklungen vieler Unternehmen durch die globale Krise wieder. So schrumpfte die Summe von 2008 bis 2010 um nahezu 30 Prozent. Eine rückläufige Dividendensumme bei einer gleichzeitig wieder anziehenden Ausschüttungsquote weist auf deutliche Gewinneinbußen in vielen Firmenbilanzen hin.

Aktien haben im Rendite-Check weiterhin die Nase vorn, ...

Durch die ultralockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank befinden wir uns in einem extremen Niedrigzinsumfeld. Die EZB hat ihre Netto-Anleihekäufe inzwischen zwar beendet. Eine Leitzinsanhebung im Euroraum ist aktuell aber wieder weiter nach hinten gerückt. Wir erwarten den ersten Zinsschritt der EZB frühestens im Verlauf von 2020. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen hat seit Mitte Dezember 2017 zwar angezogen, hat sich zwischenzeitlich unter dem Eindruck der Handelsstreitigkeiten mit den USA sowie des nahenden Brexit-Termins aber wieder

DAX seit Jahren rentabler als Bundes- und Unternehmensanleihen



auf 0,11% zurückgebildet. Eine echte Alternative zu Aktien mit einer aggregierten Dividendenrendite für den DAX von 3,24% stellen Bunds daher weiterhin nicht dar. Selbst europäische Unternehmensanleihen mit einem A-Rating werfen aktuell nur eine Rendite von 1,31% in die Waagschale. Nunmehr schon seit April 2012 übertrifft die Dividendenrendite des DAX sowohl die Rendite von Bundes-, als auch von Unternehmensanleihen.

... aber Dividenden sind nicht der neue Zins

Nach unserer Meinung ist es aber falsch, einem Anleger Aktien nur unter dem Aspekt der Dividendenrendite schmackhaft zu machen. Denn zwischen einer Anleihe mit ihrer Zins- und einer Aktie mit ihrer Dividendenzahlung gibt es einen gravierenden Unterschied. Bei der Anleihe erhält der Investor zu jedem Zinszahlungstermin garantiert einen gleichbleibenden Betrag, außer der Emittent ist insolvent und es ist keinerlei Vermögen mehr vorhanden. Bei der Aktie ist der Auszahlungsbetrag dagegen variabel. Jedes Jahr beschließt die Hauptversammlung auf Vorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat die auszuschüttende Dividende je Aktie. Nach einem schwachen Geschäftsjahr kann die Dividende im Vergleich zum Vorjahr sinken oder auch ganz ausfallen. Eine Garantie ist hier nicht gegeben. Dementsprechend ist eine Dividenden- nicht mit einer Zinszahlung vergleichbar. Dies hat die Entwicklung der Ausschüttungen der Branchen im

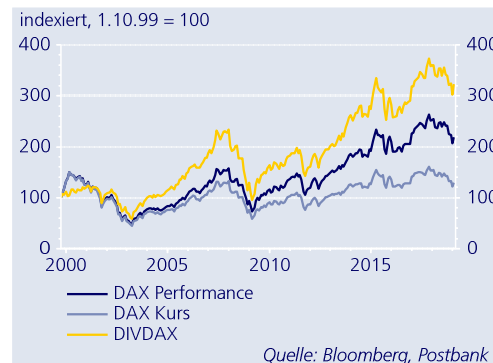
Zeitablauf deutlich gezeigt. Allerdings ist nicht von der Hand zu weisen, dass der DAX mit seiner aggregierten Dividendenrendite seit April 2012 sowohl Bundes- als auch Unternehmensanleihen geschlagen hat.

Dividenden machen langfristig den Unterschied

Denn Dividendenzahlungen beflügeln langfristig nicht nur die Wertentwicklung, sondern erhöhen augenscheinlich auch die Attraktivität von Unternehmen, die als verlässliche Dividendenzahler, im Fachjargon Dividenden-Aristokraten, bekannt und bei Anlegern geschätzt sind. Anschaulich wird diese These beim Vergleich von drei Indizes bestätigt: DAX-Kursindex, DAX-Performance-Index sowie DivDAX.

Im Performancevergleich landet der DAX als Kursindex weit abgeschlagen auf dem dritten Platz. Ausgehend vom 1.10.1999, dem Startdatum des jüngsten Index, des DivDAX, liegt der DAX-Kursindex, der lediglich die Wertentwicklung der jeweiligen 30 Indexmitglieder widerspiegelt, 30 Prozent über seinem Ausgangsniveau. Der weithin bekanntere DAX-Performance-Index belegt mit einem Anstieg von 121 Prozent den zweiten Platz. Im Unterschied zum Kursindex werden bei seiner Berechnung alle Ausschüttungen (Bezugsrechte, Dividenden, usw.) der Indexmitglieder automatisch in Anteile der ausschüttenden AG investiert und bei der Indexberechnung berücksichtigt. Klarer Sieger ist der dritte Index, der DIVDAX, mit einem Plus von 225 Prozent über den genannten Zeitraum. Im Unterschied zum Performance-Index beinhaltet er nur 15 Werte. Jedes Jahr im September wird er neu zusammengestellt. Die 15 DAX-Werte mit den zu diesem Zeitpunkt höchsten Dividendenrenditen halten für ein Jahr Einzug in den Index. Im Performancecheck schlägt er selbst den DAX-Performance-Index um Längen.

Fokus auf Dividendenqualität zahlt sich langfristig aus



In diesem Vergleich wird deutlich, dass der Gesamtertrag eines Aktieninvestments aus zwei Komponenten besteht. Zum einen aus der Kursentwicklung der Aktie bzw. des Index und zum anderen aus der Ausschüttung, meist in Form einer Dividende. Ferner ist klar zu erkennen, dass Unternehmen, die durch kontinuierliche, stabile bzw. steigende Ausschüttungen überzeugen können, von Investoren mehr geschätzt werden und dass sie bei Investments entsprechend öfter berücksichtigt werden.

Im Zuge der von uns erwarteten, in diesem Sommer einsetzenden konjunkturellen Belebung in Deutschland sowie im Euroraum werden viele Unternehmen nach unseren Berechnungen ihre Gewinne 2019 und auch 2020 wieder steigern können. Mit Blick auf die vergleichbar stabile Entwicklung der Ausschüttungsquote erwarten wir daher für die beiden kommenden Jahre weiter steigende Dividendenzahlungen im höheren einstelligen Prozentbereich für den DAX.

Heinz-Gerd Sonnenschein

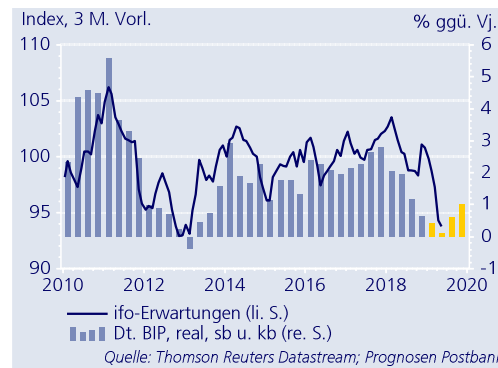
EWU-Konjunktur: Deutschland segelt haarscharf an einer Rezession vorbei

Ausgeprägte Wachstumsschwäche im 2. Halbjahr 2018

Das deutsche BIP stagnierte im 4. Quartal gegenüber der Vorperiode. Im Vergleich mit dem entsprechenden Vorjahresquartal ergab sich eine Wachstumsrate von nur noch 0,6%. Deutliche, positive Impulse gingen dabei jedoch im Vorquartalsvergleich von den Bruttoanlageinvestitionen aus. Die Investitionen in Ausrüstungen wurden um 0,7% gesteigert, die in Bauten sogar um 1,3%. Der Staat weitete seine Konsumausgaben kräftig um 1,6% aus. Der private Verbrauch wuchs hingegen nur leicht um 0,2%. Die Exporte expandierten um 0,7%. Da aber die Importe ähnlich stark zulegten, lieferte der Außenhandel per saldo keinen nennenswerten Wachstumsbeitrag. Deutlich negativ wirkten sich die Lagerinvestitionen aus. Diese drückten die BIP-Wachstumsrate um 0,6 Prozentpunkte. Dies ist als Gegenbewegung auf das 3. Quartal zu interpretieren, in dem es zu einem starken, ungewollten Lageraufbau gekommen war. Nach einem Rückgang des BIP um 0,2% in der Vorperiode ist Deutschland mit der Stagnation der Wirtschaftsleistung im Schlussquartal im 2. Halbjahr 2018 in der Summe haarscharf an einer Rezession vorbeigeschrammt.

Noch schlechter als Deutschland entwickelte sich Italien. Dort schrumpfte das BIP im 3. und im 4. Quartal jeweils leicht um 0,1% bzw. 0,2% gegenüber der Vorperiode, womit die Bedingung für eine technische Rezession erfüllt wurde. Deutlich besser behauptete sich Frankreich mit Wachstumsraten von jeweils 0,3% in Q3 und Q4 2018. In Spanien wiederum setzte sich der Konjunkturaufschwung mit Quartalsraten von 0,6% in Q3 und 0,7% in Q4 nahezu ungebremst fort. In der Summe legte das EWU-BIP im 4. Quartal wie bereits in der Vorperiode um 0,2% zu und wahrte damit, anders als Deutschland, trotz einer ausgeprägten Wachstumsschwäche zumindest einen gewissen Sicherheitsabstand zu rezessiven Tendenzen. Die Differenzen

ifo-Erwartungen signalisieren noch keine Trendwende zum Besseren



weisen zudem darauf hin, dass die hiesige Wirtschaft zuletzt überdurchschnittlich unter den auch an dieser Stelle schon vielfach diskutierten, außenwirtschaftlichen Unsicherheiten sowie unter hausgemachten Problemen (insbesondere in der Autoindustrie) gelitten hat.

Wachstumsprognosen für Deutschland und für die EWU nochmals gesenkt

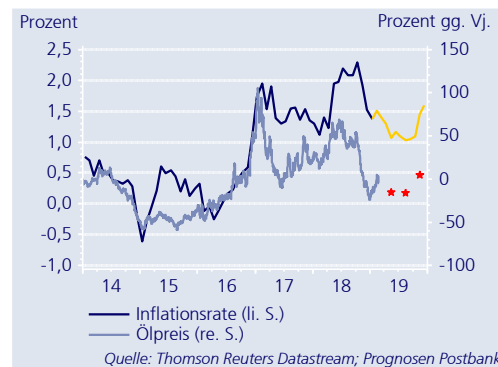
Die Wachstumsaussichten für das laufende Halbjahr sind trübe. Dies lässt sich aus den Stimmungsindikatoren für den Unternehmenssektor ableiten. So ist der ifo-Geschäftsklimaindex für die deutsche Wirtschaft im Februar nochmals von 99,3 auf nunmehr 98,5 Zähler gesunken. Der seit über einem Jahr andauernde Abwärtstrend setzte sich damit weiter fort. Dabei kam es auch zu einer abermaligen Eintrübung der Erwartungen für die kommenden sechs Monate. Der entsprechende Subindex sank von 94,3 auf 93,8 Punkte – der niedrigste Stand seit mehr als sechs Jahren, als die deutsche Wirtschaft tatsächlich für kürzere Zeit in eine Rezession gerutscht war. In die gleiche Kerbe schlugen die Einkaufsmanagerindizes. Der deutsche Index für das Verarbeitende Gewerbe ist im Februar von 49,7 auf 47,6 Punkte gefallen und liegt jetzt spürbar unter der Expansionsmarke von 50 Punkten. Gleichzeitig ist allerdings der deutsche Serviceindex deutlich von

53,0 auf sehr solide 55,0 Punkte gestiegen. Diese Kombination weist klar darauf hin, dass der Aufschwung der Binnennachfrage intakt ist, während die Auslandsnachfrage schwächelt. Ein ähnliches Bild ergibt sich in abgeschwächter Form für die Eurozone. In der Summe lassen die Indikatoren auf kurze Sicht allenfalls ein moderates BIP-Wachstum hierzulande sowie in der EWU erwarten. Zudem gehen wir davon aus, dass sich für einen Befreiungsschlag erst nachhaltige Lösungen bei den übergeordneten Krisenthemen (v.a. Brexit, Handelskonflikte) abzeichnen müssen. Erst dann – voraussichtlich im 2. Halbjahr dieses Jahres – dürfte der Weg für eine höhere konjunkturelle Dynamik wieder frei sein. Die Jahresergebnisse für 2019 würde aber auch dies wohl nicht mehr retten können. Aufgrund des nicht vorhandenen (Deutschland) bzw. sehr geringen (EWU) Wachstumsüberhangs aus 2018 in Verbindung mit der Erwartung einer jeweils sehr mäßigen Dynamik im 1. Halbjahr 2019 senken wir unsere BIP-Prognosen für das laufende Jahr von 1,0% auf 0,5% für Deutschland bzw. von 1,2% auf 0,9% für die EWU.

EWU-Inflationsrate sinkt 2019 wohl auf 1,3%

Die Inflationsrate im Euroraum ist im Januar weiter von 1,5% auf 1,4% gesunken. Verantwortlich hierfür zeichnete die

Ölpreis drückt EWU-Inflationsrate zwischenzeitlich wieder auf rund 1%



Energiekomponente, deren Vorjahresrate im Zuge des zwischenzeitlichen Ölpreiskräftigung weiter nachgegeben hat und im Januar nur noch bei 2,7% lag. Hingegen kletterte die Kerninflationsrate von 0,9% auf 1,1%. Zwar rechnen wir weiterhin mit einer tendenziell leicht steigenden Kernteuerung. Das Aufwärtspotenzial wird aber durch die konjunkturelle Schwächephase sehr limitiert sein. Zugleich werden Basiseffekte aus der Ölpreisentwicklung in den kommenden Monaten die Teuerung bremsen. Die Preissteigerungsrate dürfte bis auf etwa 1% fallen, bevor sie gegen Jahresende wieder ansteigt. Insgesamt erwarten wir für 2019 einen Rückgang der EWU-Inflationsrate von 1,8% auf 1,3%.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

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

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

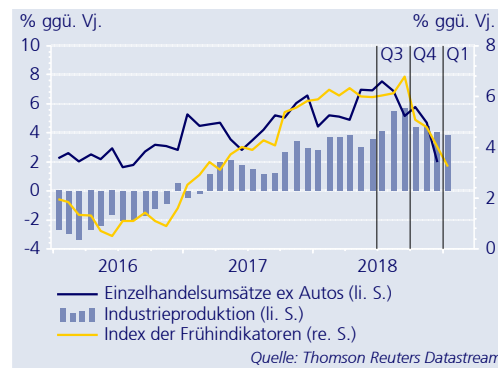
US-Konjunktur: Sentiment trübt sich ein – aber kein Zweifel an Fortsetzung des Aufschwungs

Konjunkturelle Dynamik hat zum Jahresende etwas nachgelassen

Rund acht Wochen nach dem Jahreswechsel ist normalerweise längst bekannt, wie sich die US-Konjunktur im Schlussquartal und damit auch im gesamten Vorjahr entwickelt hat. Dieses Jahr wiederum ist es dem bislang längsten Regierungs-Shutdown der US-Geschichte geschuldet, dass die offiziellen BIP-Daten für das 4. Quartal noch nicht veröffentlicht wurden. Immerhin liegen inzwischen für die meisten monatlichen Konjunkturindikatoren die Dezember-Werte vor. Diese deuten relativ klar darauf hin, dass die US-Wirtschaft zuletzt zwar immer noch solide, aber nicht mehr mit dem ausgesprochen hohen Tempo der Vorquartale gewachsen ist.

So hat die Industrie zwar ihren Output im 2. Halbjahr im Vormonatsvergleich kontinuierlich steigern können, büßte dabei jedoch zum Jahresende an Dynamik ein. Im Mittel lag der Industrieausstoß im 4. Quartal 2018 gleichwohl erneut über seinem Niveau der Vorperiode und weist damit auf einen abermals positiven BIP-Wachstumsbeitrag des Sektors hin. Die Vorjahresrate ist aber von im Spätsommer knapp 6% auf zuletzt rund 4% gesunken. Dies ist angesichts des immer noch sehr soliden Niveaus bei weitem kein Grund zur Sorge, macht aber im Einklang mit diversen Sentimentindikatoren deutlich, dass die Dynamik in der US-Industrie im 3. Quartal des abgelaufenen Jahres wohl ihren Höhepunkt überschritten hat. Stärker als die Industriekonjunktur spricht die Entwicklung im Einzelhandel für ein etwas moderateres Wachstum im 4. Quartal. In der Abgrenzung ohne Autos sind die nominalen Umsätze hier in drei der letzten vier Monate des Jahres 2018 gesunken – im Dezember sogar um satte 1,8%. Die entsprechende Vorjahresrate lag zuletzt mit knapp 2% auf dem niedrigsten Niveau seit fast zweieinhalb Jahren. Im Quartalsvergleich ergibt sich hier nur noch ein marginales Plus. Mit einer annualisierten Wachstumsrate des pri-

Keine Beschleunigung mehr – Aufwärtstrend endet aber nicht



vaten Verbrauchs in einer Größenordnung von bis zu 4% wie in den Vorperioden ist für das Schlussquartal 2018 nicht mehr zu rechnen. Insgesamt dürfte das US-BIP zum Jahresende in annualisierter Rechnung noch um 2,3% zum Vorquartal und damit etwas verhaltener als bislang von uns erwartet gewachsen sein. Unsere Prognose für das Wachstum im Gesamtjahr 2018 in Höhe von 2,9% hat aber gleichwohl Bestand.

Jahresstart gelungen? – Noch kein klares Bild

Bezüglich des Jahresstarts sind die entstandenen Lücken im Konjunkturdatenkalender bislang noch nicht vollständig wieder gefüllt. Zu den wenigen verfügbaren, ‚harten‘ Datenpunkten gehört die Industrieproduktion, die im Januar um 0,6% zum Vormonat gesunken ist, wobei hier der Winterseinbruch in Teilen der USA eine maßgebliche Rolle gespielt haben dürfte. Zudem sollten Daten für einen einzelnen Monat sicher nicht überbewertet werden. Dies ändert aber nichts an dem Gesamteindruck, dass sich die konjunkturelle Verlangsamung voraussichtlich auch zum Jahresstart fortgesetzt hat. Hierfür sprechen auch diverse Stimmungsindikatoren – nicht nur für die Industrie. So sind die ISM-Indizes von ihren zyklischen Hochpunkten bei 60,8

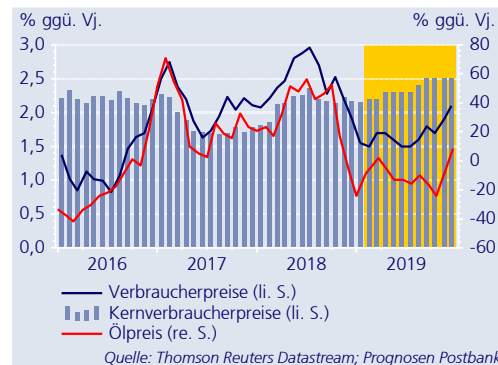
Zählern im August (Verarbeitendes Gewerbe) beziehungsweise September letzten Jahres (Nicht-Verarbeitendes Gewerbe) bis Januar um mehr als vier Punkte gefallen. Der Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan sank im Januar mit 91,2 Zählern auf sein niedrigstes Niveau seit mehr als zwei Jahren. Gerade bei letzterem spielten sicher auch die Haushaltssperre und damit einhergehend ausbleibende Gehaltszahlungen für rund 800 Tsd. Staatsbedienstete eine Rolle, wofür auch die deutliche Gegenbewegung im Folgemonat spricht. Ungeachtet dessen reihte sich der Shutdown aber nur in eine ganze Reihe von Faktoren ein, deren bremsender Einfluss auf die US-Konjunktur inzwischen nicht mehr zu bestreiten ist. Hierzu zählen insbesondere die nun nachlassenden, zeitweise stimulierenden Effekte der Steuerreform oder die Konflikte der USA mit diversen Handelspartnern. Auch wenn wir bezüglich der Handelsstreitigkeiten nicht von einer nachhaltigen, weiteren Eskalation ausgehen, ist vor diesem Hintergrund nicht damit zu rechnen, dass das US-BIP-Wachstum im Jahresverlauf noch einmal an seine hohe Dynamik des Vorjahres wird anknüpfen können. Vielmehr rechnen wir mit annualisierten Quartalswachstumsraten in der Größenordnung von 2,0 bis 2,5%. Dank eines Wachstumsüberhangs aus dem Vorjahr sollte im Jahr 2019 insgesamt ein Plus von 2,5% erzielbar sein.

Prognosen Postbank

	USA		
	2017	2018	2019e
Reales BIP in % ggü. Vj.	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
Inflationsrate in %	2,1	2,4	1,6

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Ölpreisentwicklung bremst Preisdynamik in den kommenden Monaten



Inflationsrate dürfte im Jahresdurchschnitt 2019 deutlich nachgeben

Zwischenzeitlich erfolgte Datenrevisionen zeigen, dass es im Zeitraum November 2018 bis Januar 2019 zu keiner spürbaren Veränderung des Verbraucherpreisindex in den USA mehr gekommen ist. Ein im gleichen Zeitraum kontinuierlicher Anstieg der Kernverbraucherpreise um 0,2% pro Monat wurde durch deutlich rückläufige Energiepreise egalisiert, die mit dem Ölpreistrückgang im Verlauf des 4. Quartals einhergingen. Die Inflationsrate ist in diesem Zeitraum kräftig von 2,2% auf 1,6% gesunken.

Im weiteren Jahresverlauf rechnen wir insbesondere aufgrund des aus dem engen Arbeitsmarkt resultierenden Lohndrucks mit einem weiteren, kontinuierlichen Anstieg der Kernverbraucherpreise. Die Kerninflationsrate sollte im Zuge dessen sukzessive von aktuell 2,2% bis in den Bereich von 2,5% ansteigen und im Jahresmittel 2019 bei etwa 2,3% liegen. Für die gesamten Verbraucherpreise erwarten wir im Vormonatsvergleich eine vergleichbare Entwicklung. Da wir für das Gesamtjahr 2019 einen Ölpreis von 65 USD je Barrel prognostizieren, dürften die Energiepreise im Vorjahresvergleich aber zunächst noch einem nachhaltigen Anstieg der gesamten Inflationsrate in den kommenden Monaten entgegenstehen. Zum Jahresende rechnen wir dann mit einer Inflationsrate von 2,1%, die damit im Jahresdurchschnitt 2019 deutlich von 2,4% auf 1,6% sinken würde.

Dr. Lucas Kramer

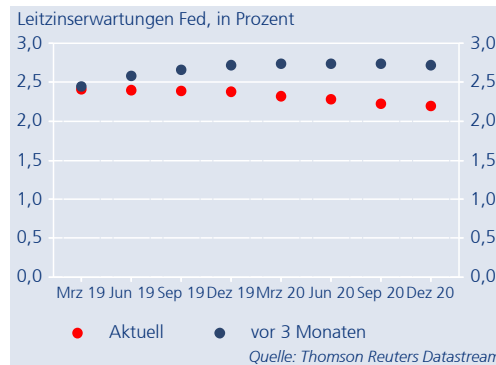
Rentenmarkt: Notenbanken rudern weiter zurück

EZB wird skeptischer

Der EZB-Rat hat auf seiner ersten Sitzung in diesem Jahr erwartungsgemäß keine neuen geldpolitischen Weichenstellungen vorgenommen. Vielmehr bestätigte die Notenbank ihre Leitzinsen ebenso wie ihre Forward Guidance. Danach sollen die Leitzinsen bis mindestens über den Sommer 2019 konstant bleiben. Zudem sollen die aus auslaufenden Anleihen zurückfließenden Mittel noch für einen beträchtlichen Zeitraum nach der ersten Leitzinserhöhung reinvestiert werden. Allerdings zeigte sich die EZB hinsichtlich ihres Wachstumsausblicks deutlich skeptischer als zuvor. So führte Präsident Draghi auf der anschließenden Pressekonferenz aus, dass sich die Konjunkturdaten schwächer entwickelt hätten als erwartet. Zwar sollte der Einfluss einiger dämpfender Faktoren nachlassen. Gleichwohl dürfte das kurzfristige Wachstumsmomentum hinter den bisherigen Erwartungen zurückbleiben. Zudem konstatierte Draghi, dass sich auch die Risiken für den weiteren Konjunkturausblick nach unten verschoben hätten. Hinsichtlich der Inflation geht die EZB nach wie vor davon aus, dass sich der grundlegende Preisauftrieb verstärken wird.

Da die aus dem Dezember stammenden Wachstums- und Inflationserwartungen der EZB unserer Einschätzung nach inzwischen – zumindest für 2019 – zu hoch sind, gehen wir davon aus, dass die Projektionen des Mitarbeiterstabes zur kommenden Ratssitzung im März abgesenkt werden. Sehr wahrscheinlich werden die Währungshüter dann auch eine „offizielle“ Neubewertung der Risiken vornehmen. Darüber hinaus dürfte die EZB auf der März-Sitzung ein Nachfolgeinstrument für die gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO2) verkünden, wobei für die Bekanntgabe von Details aber noch etwas Zeit verbleibt. Entscheidend ist, dass das neue Instrument für Banken nutzbar wird, bevor die erste Tranche von TLTRO2 im Juni 2019 eine Restlaufzeit von einem Jahr unterschreitet. Ansonsten könnte die Refinanzierung von Banken im Euroraum

Märkte erwarten für 2020 Leitzinssenkung in den USA



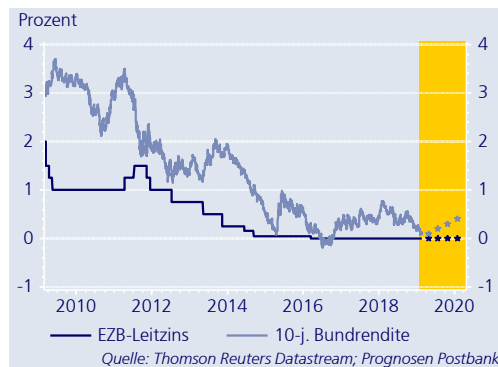
unter Druck geraten und eine unerwünschte Verschärfung der Kreditvergabebedingungen drohen. Bei anhaltend schwachen Konjunkturdaten könnte die EZB die März-Sitzung auch dazu nutzen, ihre Forward Guidance für die Leitzinsen zeitlich auszuweiten. Ohnehin ist eine Zinserhöhung in diesem Jahr angesichts der schwächeren Konjunktur- und Inflationsentwicklung äußerst unwahrscheinlich und auch in 2020 dürfte ein solcher Schritt – wenn überhaupt – eher im späteren Jahresverlauf erfolgen.

USA: Zinserhöhungszyklus kurz vor dem Ende

Auch bei der US-Notenbank haben sich die Anzeichen für ein geldpolitisches „Zurückrudern“ verdichtet. Im begleitenden Pressestatement zur FOMC-Sitzung Ende Januar, bei der die Währungshüter den Leitzins wie erwartet unverändert in der Spanne von 2,25-2,50% beließen, wies die Fed darauf hin, dass sie bei zukünftigen Zinsentscheidungen geduldiger sein würde als bislang. Darüber hinaus äußerte Fed-Präsident Powell, dass sich der Leitzins inzwischen in neutralen Regionen bewege. Dies deutet darauf hin, dass sich der Zinsanhebungszyklus seinem Ende nähert oder dieses sogar schon erreicht haben könnte. Wir erwarten dementsprechend nur noch einen Zinsschritt der Fed in diesem Jahr. Im Sitzungsprotokoll ist zu

lesen, dass sich die US-Notenbank sogar noch mehr Sorgen um die Konjunktur macht als bisher bekannt. Denn die Fed will eher früher als später bekannt geben, wie der Abbau der Bilanz beendet werden kann. Es gilt damit als fast sicher, dass die US-Notenbank im März einen Plan vorlegt, um das Abschmelzen der Bilanz im zweiten Halbjahr zu verlangsamen und am Ende des Jahres bei gut 3,5 Billionen US-Dollar zu stoppen. Die Liquiditätsbereitstellung durch die Fed würde damit deutlich üppiger bleiben als noch vor kurzem erwartet.

Kaum höhere Renditen im Euroraum auf Jahressicht



Kaum Spielraum für höhere Renditen

Die Renditen haben in den vergangenen Wochen von ihren bereits sehr niedrigen Niveaus aus noch einmal etwas nachgegeben. 10-jährige Bundesanleihen rentierten zuletzt nur noch bei etwa 0,10%, US-Treasuries gleicher Laufzeit bei 2,64%. Hintergrund dieser Entwicklung waren anhaltend schwache Konjunkturdaten, vor allem aus dem Euroraum. Gleichzeitig bleibt die Inflation dank eines moderaten Ölpreises und eines weiterhin niedrigen allgemeinen Preisdrucks gedämpft. Dem entsprechend haben sich die Inflationserwartungen am aktuellen Rand weiter zurückgebildet. Die am Markt eingepreisten mittelfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum liegen gerade einmal noch bei 1,4% und damit deutlich unterhalb des EZB-Inflationsziels von knapp 2%. Kein Wunder, dass die Märkte auf Sicht der kommenden 12 Monate keinen Zinsschritt im Euroraum erwarten. In den USA sind die Leitzinserwartungen massiv zurückgegangen. Gingen die Märkte vor ein paar Monaten noch von einer weiteren Zinserhöhung aus, wird für das kommende Jahr nun sogar eine Lockerung der Geldpolitik eingepreist.

Faktoren, die eine nachhaltige Trendwende im Renditeniveau herbeiführen könnten, sind nicht in Sicht. Die Wirtschaft im Euroraum befindet sich in einem anhaltenden Konjunkturabschwung. Gleichzeitig ist eine baldige Annäherung der Inflation an den EZB-Zielwert wegen der moderaten Ölpreisentwicklung unwahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund sollten die Renditen in den kommenden Monaten nahe an ihrem

aktuellen Niveau verharren. Auf Jahressicht dürfte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen leicht, in Richtung 0,4% ansteigen. Diese Erwartung basiert auf der Annahme, dass die Konjunkturdynamik im Euroraum in der zweiten Jahreshälfte wieder etwas anzieht und ein weiterer signifikanter Rückgang der Inflationsrate ausbleibt. Da wir eine erste Leitzinserhöhung der EZB frühestens gegen Ende 2020 für wahrscheinlich halten, gehen von Seiten der Geldpolitik vorerst keine renditesteigernden Effekte aus.

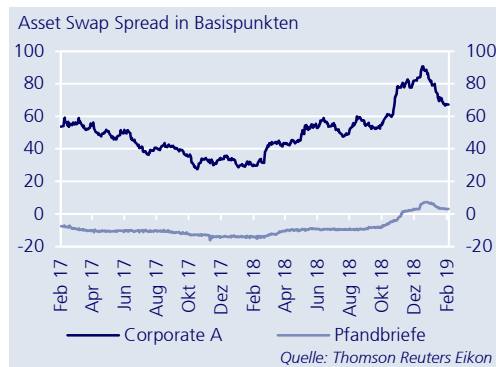
Risikoaufschläge bilden sich zurück

Nach einem kräftigen Anstieg im 4. Quartal 2018 haben sich die Risikoaufschläge am Rentenmarkt in den vergangenen Wochen deutlich zurückgebildet. Lag der Swapsread von Unternehmensanleihen mit einem A-Rating im Euroraum zu Jahresbeginn noch bei gut 90 Basispunkten, so betrug er zuletzt nur noch 67 Basispunkte. Auch bei Covered Bonds und High Yield-Anleihen war ein kräftiger Rückgang der Kreditrisikoprämien zu beobachten. Dass sich die Aufschläge trotz eines anhaltend schwachen Konjunkturmilieus zurückgebildet haben, deutet auf eine zuvor übertrieben negative Stimmung unter Investoren hin. Die fundamentalen Rahmenbedingungen sind bei weitem nicht so schlecht, wie zu Jahresbeginn am Markt noch eingepreist. Im historischen sowie internationalen Vergleich ist die Verschuldung von Privathaushalten und Unternehmen im Euroraum eher gering.

Sicherlich hat aber auch die zuletzt wieder etwas vorsichtigere Haltung der Notenbanken zur positiven Marktentwicklung beigetragen. Denn von einem allgemein geringeren Renditeniveau und einer gleichzeitig üppigen Liquiditätsversorgung durch die Geldpolitik profitieren vor allem Anlageformen, die wegen ihres Renditeaufschlags für Investoren interessant sind. Vom erreichten Niveau aus sehen wir allerdings kaum mehr Spielraum für eine weitere Spreadeinengung. Schließlich ist ein etwas höherer Renditeaufschlag wegen der verschlechterten Konjunktursituation und der verringerten Anleihekäufe durch die EZB gerechtfertigt.

Dr. Marco Bargel

Kein Spielraum mehr für engere Risikoprämien



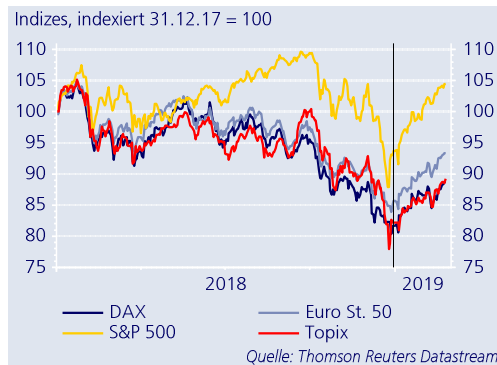
Prognosen Postbank

	26.02.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	2,25-2,50	2,25-2,50	2,50-2,75
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	1,00
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	0,12	0,10	0,40
US-Treas.	2,64	2,70	2,90
Jap. JGBs	-0,03	0,05	0,05
Brit. Gilts	1,21	1,35	1,70
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	53	50	45
EWUNon-Fin.	98	110	100

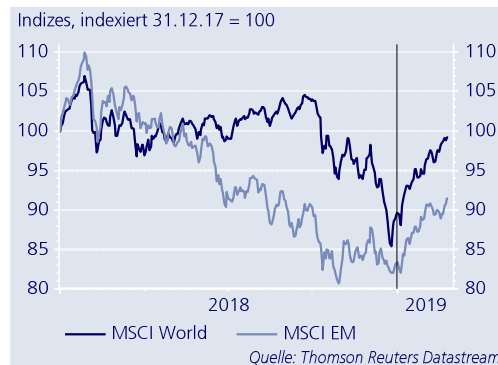
Quelle: Bloomberg Finance LP,
Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt: Kurzfristig unter Schwankungen seitwärts

Allen Risiken zum Trotz heben...



... die Kurse rund um den Globus ab



Aktienmärkte weltweit de facto im Parallelflug

Nicht nur die vier von uns analysierten Indizes verzeichneten 2018 Kursrückgänge. Dies gilt ebenso für den MSCI World, der mehr als 1.600 Dividentitel aus den globalen Industrieländern umfasst, und den MSCI Emerging Markets, welcher mehr als 1.100 Aktien der internationalen Schwellenländer beinhaltet. Noch bemerkenswerter ist allerdings, dass sich sowohl die Aktien aus Industrie-, als auch aus Schwellenländern im bisherigen Jahresverlauf von ihrer besten Seite zeigen. In US-Dollar gerechnet weisen MSCI World und MSCI EM aktuell Kurszuwächse von 11,0% bzw. 10,5% auf. DAX & Co. liegen in diesem Zeitraum zwischen 8,2% (Topix) und 11,5% (S&P 500) vorne. Dieser Gleichschritt, mit dem sowohl die Aktien aus Industrie-, als auch aus Schwellenländern im bisherigen Jahresverlauf aufwärts streben, zeigt sich selten. Rund um den Globus haben die Investoren nahezu zeitgleich eine 180-Grad-Kehrtwende vollzogen und von Angst- auf Entspannt-Modus umgeschaltet. Dieses Umschalten vollzog sich binnen lediglich zehn Handelstagen. Dies zeigt der US-Volatilitätsindex VIX für den S&P 500. Während er Weihnachten 2018 noch bei einem Indexniveau von mehr als 36 notierte, bildete er sich bis zum 9. Januar auf einen Wert von weniger als 20 zurück. Die Volatilitätsindizes für DAX und Euro Stoxx 50 ermäßigten sich im genannten Zeitfenster ebenfalls deut-

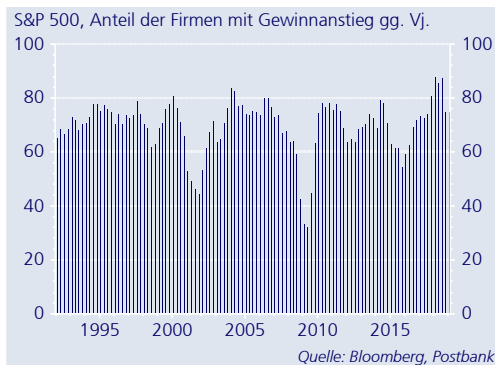
lich auf Werte leicht über bzw. unter 20.

Auslöser dieses Risk On bei vielen Investoren rund um den Globus waren Aussagen des Präsidenten der US-Notenbank, Jerome Powell, der unter dem Eindruck einer sich verlangsamen US- und auch globalen Konjunktorentwicklung die Option einer bedächtigeren Vorgehensweise der Fed in Bezug auf Leitzinserhöhungen ins Spiel brachte. Die Risiken, die vor allem in den letzten Monaten des alten Jahres auf der Stimmung der Investoren lasteten und diese zu Aktienverkäufen animierten sind aber keineswegs gelöst. So rückt das Brexit-Datum raschen Schrittes näher, die Handelskonflikte der USA mit China und der EU schwelen weiter und auch die italienische Haushaltsfrage ist noch nicht vom Tisch. Und dies ist nur eine kleine Auswahl von Punkten, die auf eine Lösung warten.

Erholungsrally sollte bald auslaufen

In Anbetracht der weiterhin vorhandenen Risiken, die nur darauf warten, in der Wahrnehmung durch die Investoren in den Vordergrund zu rücken und den Börsenfrieden zu stören, stufen wir die aktuelle Kursbewegung lediglich als eine Erholungsrally nach den Kursrücksetzern im Verlauf von 2018 ein. Nach unserer Einschätzung besitzt beispielsweise der DAX kurzfristig nur noch begrenztes Kurspotenzial. Zum einen läuft er chart-technisch im Bereich von 11.500/11.750

Trump'scher Steuereffekt läuft aus

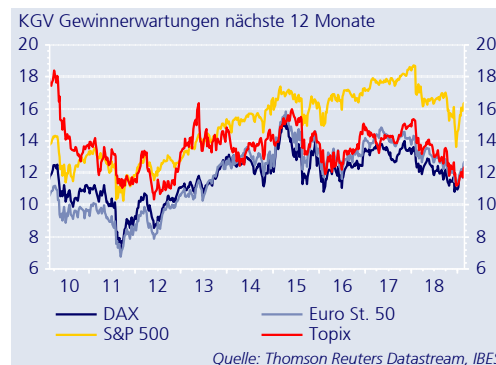


Punkten in eine Widerstandszone und zum anderen können zu viele Unternehmen in der aktuellen Berichtssaison mit ihren Bilanzen nicht überzeugen.

Berichtssaison mit mehr Schatten als Licht

An der Wall Street haben inzwischen 90 Prozent der im S&P 500 gelisteten Unternehmen ihre Bilanzen für das 4. Quartal 2018 vorgelegt. Die Quote der Firmen, die ihren Gewinn je Aktie im Vergleich zum Vorjahresquartal steigern konnten, ist wieder deutlich unter die 80-Prozent-Marke gefallen. Das Doping der Trump'schen Steuersenkung ist verfliegen. Nun müssen die Unternehmen beweisen, dass sie auch ohne staatliche Unterstützung in einem durch Handelskonflikte belasteten Umfeld solide Erlös- und Gewinnzuwächse einfahren können. In dieser Berichtssaison ist es der Mehrheit der Firmen (noch) gelungen. Wenn die Handelsstreitigkeiten allerdings länger andauern sollten, dürfte die Luft für eine zunehmend größer werdende Zahl von Firmen aber dünner werden. Die DAX-Mitglieder geben hier einen Vorschmack. Gut die Hälfte von ihnen hat die Bilanz präsentiert und nur jedes vierte konnte den Gewinn je Aktie im Vergleich zum Vorjahresquartal steigern. Neben dem Handelskonflikt wirkt sich hier auch das schwächere Wachstum in China bremsend aus. Mit einem Auslandsumsatzanteil von im Mittel rd. 70 Prozent reagieren deutsche Unternehmen sensibel auf globale konjunkturelle Beeinträchtigungen.

Bewertungen sind wieder gestiegen



Aus Euro Stoxx 50 und Topix kann zumindest jeweils jedes zweite Unternehmen einen Gewinnzuwachs im Vergleich zum Vorjahr ausweisen. Allerdings sind diese Quoten bestenfalls zufriedenstellend.

Ab dem Sommer kann es wieder aufwärts gehen

Wenn ein harter Brexit vermieden sowie die Handelskonflikte kurzfristig beigelegt werden können, sollten sich die Geschäftsaussichten der in den von uns analysierten Indizes enthaltenen Unternehmen wieder aufhellen. Eine deutliche Mehrheit der Firmen dürfte dann nach unseren Berechnungen mit steigenden Gewinnen und Umsätzen aufwarten können. Dies würde Kurspotenzial eröffnen und die Indizes im Verlauf des 2. Halbjahres in Richtung unserer Zwölf-Monats-Prognosen anspringen lassen. Auf Jahressicht erwarten wir alle vier Indizes deutlich oberhalb ihrer aktuellen Indexniveaus. Aufgrund der attraktiveren Bewertung sollten vor allem DAX und Euro Stoxx 50 den US-Leitindex outperformen.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	26.02.	in 3 M	in 12 M
DAX	11.541	11150-11350	12800-13000
Euro St. 50	3.289	3125-3325	3450-3650
S&P 500	2.794	2725-2825	2900-3000
Topix	1.617	1550-1650	1700-1800

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen März 2019

Zinsen in %	26.02.	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	-0,54	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50
10-j. Bunds	0,12	0,10	0,20	0,30	0,40
USA					
Fed Funds Rate	2,25-2,50	2,25-2,50	2,25-2,50	2,50-2,75	2,50-2,75
3-Monats-Libor	2,63	2,70	2,90	3,00	3,00
2-j. Treasuries	2,48	2,60	2,80	2,95	2,95
10-j. Treasuries	2,64	2,70	2,80	2,90	2,90
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-294	-300	-320	-330	-330
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-252	-260	-260	-260	-250
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	-0,03	0,05	0,05	0,05	0,05
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,21	1,35	1,50	1,60	1,70
Swap/Credit Spreads in Basispunkten	26.02.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	53	50	50	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	0	-10	-10	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	98	110	105	105	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	333	350	350	340	340
Wechselkurse	26.02.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,1380	1,13	1,14	1,14	1,15
Japanischer Yen (EUR/JPY)	126,00	125	125	125	125
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8588	0,87	0,86	0,85	0,84
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1380	1,13	1,14	1,14	1,15
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,6257	7,70	7,85	7,95	8,05
Commodities	26.02.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	65,13	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.329	1.300	1.260	1.230	1.230
Aktien	26.02.	KGV		Kursziel	
		2018e	2019e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	11.541	13,7	12,6	11150-11350	12800-13000
Euro Stoxx 50	3.289	14,0	13,0	3125-3325	3450-3650
Standard & Poor's 500 *	2.794	17,5	16,8	2725-2825	2900-3000
Topix	1.617	13,2	12,3	1550-1650	1700-1800

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen März 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	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4						
Deutschland	0,4	0,5	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	2,2	1,4	0,5	1,5	1,8	1,4
Euroraum	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	2,4	1,8	0,9	1,5	1,8	1,3
USA	0,5	1,0	0,8	0,6e	0,5	0,6	0,6	0,6	2,2	2,9e	2,5	2,1	2,4	1,6
Japan	-0,2	0,6	-0,7	0,3	0,2	0,2	0,3	-0,4	1,9	0,7	0,4	0,5	1,0	0,6