

## März 2018

---

- **Aktien: Nur eine gesunde Korrektur**  
Quo vadis Fed und EZB?  
Anleger haben letzte Kurskorrektur schon fast vergessen  
Zeit des Goldilock-Szenarios ist vorbei  
Schon mittelfristig stehen die Zeichen auf Kurserholung
  
- **EWU-Konjunktur: Aufschwung hat seinen Höhepunkt wohl schon erreicht**  
Exporte und Ausrüstungen treiben deutsches BIP-Wachstum im 4. Quartal  
Wachstumsdynamik sollte im Verlauf von 2018 leicht nachlassen  
EWU-Inflation wird 2018 und 2019 verhalten bleiben
  
- **US-Konjunktur: Laxe Finanzpolitik führt in den Boom – anschließende Überhitzung nicht auszuschließen**  
Durchwachsener Start ins 1. Quartal  
BIP-Wachstum dürfte 2018 auf fast 3% steigen  
Inflationsrisiken verschieben sich deutlich nach oben
  
- **Rentenmarkt: Weiterer Renditeanstieg voraus**  
Neubewertung am Rentenmarkt hat ihren Ursprung in den USA  
Fed dürfte Leitzinsen 2018 schneller anheben als bislang erwartet  
Nahendes QE-Ende im Euroraum bietet Aufwärtspotenzial für Renditen
  
- **Aktienmarkt: Outperformance von DAX und Euro Stoxx 50 erwartet**  
Indizes mit volatiltem Jahresauftakt  
Unternehmen glänzen in Berichtssaison  
US-Steuerreform puscht Gewinnaussichten der US-Firmen ...  
... Bewertung des S&P 500 wird aber nur leicht reduziert

## 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: 23. Februar 2018

Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
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 Deutsche Postbank AG garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

## Aktien: Nur eine gesunde Korrektur

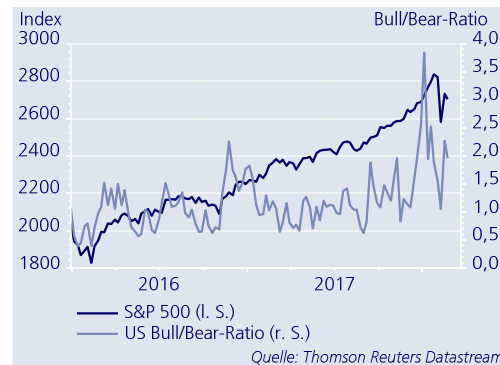
### Quo vadis Fed und EZB?

Sowohl DAX als auch Euro Stoxx 50, Standard & Poor's 500 sowie Topix starteten zunächst freundlich ins neue Jahr. In der vierten Kalenderwoche lagen die genannten Indizes schon zwischen fünf und gut sieben Prozent im Vergleich zu ihren Schlusständen zum Jahreswechsel 2017/18 vorne, bevor dann am 2. Februar eine Schwächephase die Börsen erfasste. In der Folge verloren alle vier Indizes jeweils rd. zehn Prozent an Wert.

Auslöser waren Details aus dem US-Arbeitsmarktbericht für Januar, der am 2. Februar veröffentlicht wurde. Die Lohnkomponente zeigte einen deutlicheren Anstieg, als dies offenbar viele Investoren erwartet hatten. Dies war der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte. Sorgen vor einer stärker als erhofft anziehenden Inflation, die die US-Notenbank zu schnelleren Leitzinserhöhungen nötigen könnte, verstärkten sich bei zahlreichen Anlegern. Dies würde steigende Anleiherenditen in allen Laufzeitenbereichen zur Folge haben. Steigende Renditen würden die Attraktivität von Rentenanlagen im Vergleich zu Aktieninvestments erhöhen und Gelder Richtung Rentenmarkt umleiten. Vorsorglich nahmen Investoren aufgelaufene Kursgewinne mit. Stopp-Loss-Orders sowie auf Algorithmen fußende Computerprogrammen verstärkten vorübergehend den Abwärtsdruck.

Den Boden bereitet hatten diverse Faktoren. So zogen die Renditen 10-jähriger US-Treasuries und Bundesanleihen von Mitte Dezember 2017 bis Anfang Februar dieses Jahres um jeweils mehr als 40 Basispunkte an. Äußerungen einzelner EZB-Ratsmitglieder hatten Spekulationen über einen möglicherweise früher als bisher eingepreisten Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik durch die EZB Tür und Tor geöffnet. Außerdem wechselte am 5. Februar 2018 der Vorsitz der US-Notenbank. Nach Janet Yellen ist nun Jerome Powell Präsident der mächtigsten Notenbank der Welt. Er wird zwar als eine ruhige

### Überbordender Optimismus kurz vor dem Beginn der Korrektur



und besonnen handelnde Person eingestuft, die die Politik der ruhigen Hand seiner Vorgängerin fortführen dürfte. Allerdings geht jeder Chefwechsel mit einer gewissen Unsicherheit einher und der Neue muss sich erst beweisen. Er wird an seinen Taten gemessen werden. Insgesamt entwickelte sich diese Ungewissheit über die weitere Vorgehensweise von EZB und Fed in den Augen vieler Investoren zum potenziellen Belastungsfaktor für den Aktienmarkt. Dort herrschte gerade Partylaune und die Sektkorken knallten sprichwörtlich. Denn die Bullen hatten mehr als deutlich die Oberhand. Es gab nahezu viermal so viele Bullen wie Bären an der Wall Street, eine ungesunde Mischung. Sie ist vergleichbar mit der Situation auf einem Boot, wenn 80 Prozent der Passagiere an einer Reling und lediglich 20 Prozent an der anderen Reling stehen. In der Folge bekommt das Boot Schlagseite und die Gefahr des Kenterns ist groß. Für den Aktienmarkt bedeutet dieses Missverhältnis: Dass rd. 80 Prozent der Marktteilnehmer in Aktien investiert sein dürften. Von ihnen sollte nun nur noch ein kleiner Teil für neuerliche Käufe bereitstehen.

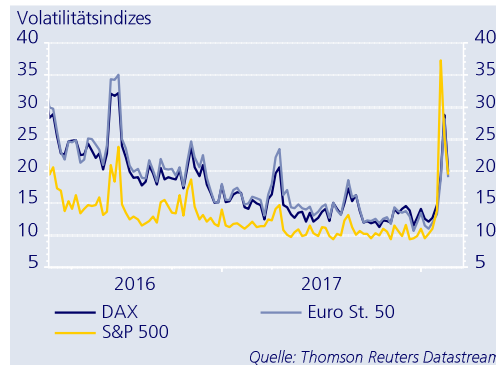
Es war eine Verkettung mehrerer Faktoren, die am 2. Februar unter dem Eindruck der überraschend deutlich ausgefallenen, aber nach unserer Ansicht auch über interpretierten Lohnsteigerungen die Korrektur an der Wall Street sowie auch an den Börsen rund um den Globus einleiteten. Oder

einfach gesagt, die Investoren haben die rosarote Brille abgesetzt, die sie für eine sehr lange Zeit trugen und hinter der sie alle Probleme einfach ausblenden konnten. So sorgten beispielsweise das Brexit-Votum der Briten oder die Atom- und Raketen-tests Nordkoreas 2017 jeweils nur für eine sehr kurze Zeit für Verunsicherung. Dann galt wieder business as usual, d.h. Aktien kaufen.

### Anleger haben letzte Kurskorrektur schon fast vergessen

Die Rally an den Aktienmärkten währt nun schon seit sechs bzw. sogar neun Jahren. Weder DAX noch Euro Stoxx 50 verzeichneten von 2012 bis 2017 in einem Kalenderjahr einen Kursrückgang. Dies gilt mit einer kleinen Ausnahme auch für den Topix. Der japanische Leitindex verbuchte lediglich 2016 einen Kursrückgang, der mit 1,9% aber überschaubar ausfiel. Mit Ausnahme von 2015, als der S&P 500 nur unwesentlich um 0,7% nachgab, begann dessen Aufwärtstrend schon 2009. Selbst eine mit der aktuellen Kurskorrektur vergleichbare Marktsituation liegt schon rd. zwei Jahre zurück. Unter dem Eindruck globaler Konjunkturängste gaben die genannten Indizes im Januar/Februar 2016 in einem vergleichbaren Ausmaß nach. Die Durststrecke währte damals bis Ende Juni 2016. Danach legten die Notierungen in der zweiten Jahreshälfte deutlich zu. Nach unserer Ansicht werden die Investoren dieses Mal kein halbes Jahr brauchen, um den Schock zu verarbeiten und als Käufer an den Markt zurückzukehren. Denn anders als 2016 wartet Ende Juni kein Brexit-Votum, das damals eine gewisse Zurückhaltung unter den Anlegern schürte. Wir erwarten, dass die Indizes im späteren Frühjahr wieder in den Aufwärtsmodus schalten werden. Dann sollte zum einen erkennbar werden, dass Jerome Powell die ruhige und bedachte Notenbankpolitik seiner Vorgängerin Janet Yellen fortzusetzen gewillt ist. Zum anderen dürften sich die Sorgen vor einem zu schnellen Ausstieg der EZB aus ihrer ultralockeren Geldpolitik verringert haben, wenn nicht sogar verschwunden sein. Wir erwarten den ersten Zinsschritt der EZB Mitte 2019.

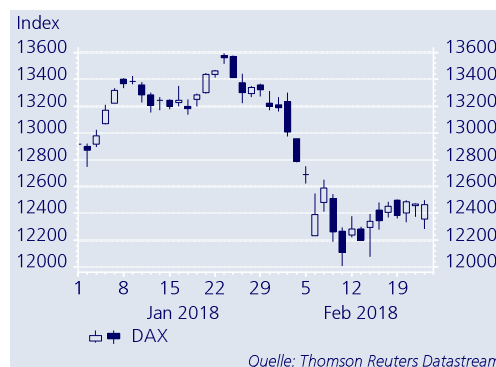
### Angstindizes sind deutlich angesprungen



### Zeit des Goldilock-Szenarios ist vorbei

Auch wenn wir der Ansicht sind, dass die Börsen dieses Mal rascher als 2016 wieder Tritt fassen werden, müssen sich die Investoren bewusst sein, dass die Zeit des Goldilock-Szenarios vorbei ist. Die rosarote Brille ist abgelegt. Risiken werden nun von den Investoren wieder wahrgenommen und lösen adäquate Marktreaktionen aus. Die Kursreaktion, die die Volatilitätsindizes im Februar dieses Jahres gezeigt haben, werden nach unserer Einschätzung nicht die Ausnahme bleiben. Anders als 2017 dürfte 2018 von zahlreichen Ausschlägen der Angstbarometer gekennzeichnet werden. Gleichwohl sollten Niveaus von 50 Punkten oder mehr, die der Vix, der Volatilitätsindex des S&P 500, beispielsweise am 6. Februar intraday erreichte, die Ausnahme bleiben. An den Höhen der einzelnen Kerzen in der Candle Stick-Darstellung des DAX ist erkennbar, in welchem Aus-

### Candle Stick-Chart zeigt die hohen Intraday-Bewegungen



maß der deutsche Leitindex innerhalb eines einzelnen Handelstages während der direkten Korrekturphase schwankte. Dies verdeutlicht die Nervosität der Marktteilnehmer. Am aktuellen Rand wiederum werden die einzelnen Kerzen langsam wieder kleiner. Zudem hat sich der Index schon wieder von seinem bisherigen Tief gelöst und tendiert aktuell per saldo seitwärts. Dies bedeutet aber nicht, dass die Korrekturphase nun für beendet erklärt werden kann. Eine zweite Welle ist nicht auszuschließen. Denn weder die künftige Geldpolitik der Fed noch die der EZB liegen offen und für alle einsehbar auf dem Tisch. Allerdings stufen wir das Rückschlagpotenzial als begrenzt ein. Der DAX dürfte in solch einem Intermezzo beispielsweise maximal bis in den Bereich von 12.000 Punkten korrigieren.

### Schon mittelfristig stehen die Zeichen auf Kurserholung

Doch warum sind wir augenscheinlich so optimistisch? Erstens haben wir dieses Jahr kein mit dem Brexit-Votum der Briten vergleichbares Event vor der Brust, das den Börsenfrieden stören könnte. Zweitens werden sowohl Fed als auch EZB ihre behutsame Politik fortführen. Drittens stehen die Zeichen global für 2018 und 2019 klar auf weiteres konjunkturelles Wachstum. Viertens werden die Unternehmen mehrheitlich dieses dynamische fundamentale Umfeld zu weiteren Gewinn- und auch Umsatzsteigerungen nutzen. Nach unseren Berechnungen dürften die im DAX, Euro Stoxx und Topix gelisteten Unternehmen auf aggregierter Basis für den jeweiligen Leitindex im laufenden Jahr einen Gewinnzuwachs zwischen sieben und zehn Prozent im Vergleich zu 2017 erwirtschaften. Aufgrund der Entlastung durch die Ende 2017 verabschiedete Steuerreform sollten die S&P 500-Mitglieder in 2018 einen positiven Einmaleffekt verbuchen können. Im Vergleich zum Vorjahr ist ein Gewinnanstieg von annähernd zwanzig Prozent durchaus erreichbar. Auch für das kommende Jahr gehen wir von weiteren Steigerungen der Firmengewinne aus. Alle vier Indizes dürften dann Zuwächse im

### Standard & Poor's 500 hat sich schon vom Tief gelöst



hohen einstelligen Prozentbereich aufweisen. Fünftens ist die Bewertung von DAX, Euro Stoxx 50 sowie Topix gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis weiterhin uneingeschränkt als attraktiv zu bezeichnen. Der S&P 500 ist nach diesem Kriterium zwar höher als diese Indizes bewertet. In der Historie hat der US-Leitindex aber oft eine höhere Bewertung als seine europäischen Pendanten aufgewiesen. Daher erachten wir den aktuellen Aufschlag noch als vertretbar. Eine weitere Ausweitung sollte aber nicht erfolgen.

Nach dieser gesunden, moderaten Korrektur stehen die Zeichen im weiteren Jahresverlauf wieder auf Kurserholung und wir erwarten unverändert, dass DAX & Co. zum Jahreswechsel 18/19 deutlich über den aktuellen Niveaus notieren.

*Heinz-Gerd Sonnenschein*

### Prognosen Postbank

	22.02.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.462	12900-13100	13900-14100
Euro St. 50	3.432	3450-3650	3750-3950
S&P 500	2.704	2750-2850	2900-3000
Topix	1.746	1775-1875	1900-2000

Quelle: Bloomberg Finance LP

## EWU-Konjunktur: Aufschwung hat seinen Höhepunkt wohl schon erreicht

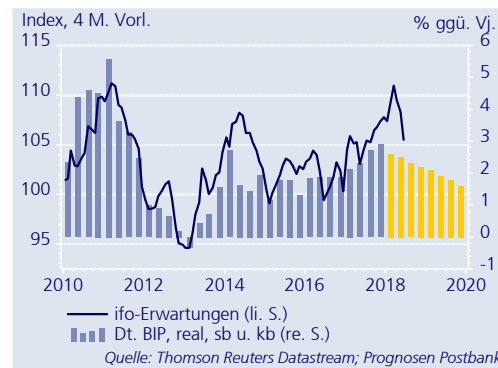
### Exporte und Ausrüstungen treiben deutsches BIP-Wachstum im 4. Quartal

Das deutsche BIP ist im 4. Quartal 2017 gegenüber der Vorperiode um 0,6% gewachsen. Damit hat sich die Wachstumsdynamik leicht abgeschwächt. Auffällig ist, dass Wachstumsimpulse zuletzt fast ausschließlich vom Außenhandel ausgingen. Der private Verbrauch stagnierte dagegen im Schlussquartal 2017. Gleiches gilt für die Bruttoanlageinvestitionen insgesamt. Hierunter setzten jedoch die Ausrüstungen ihren Aufwärtstrend fort. Dies wurde aber durch Rückgänge bei den Bauinvestitionen und Sonstigen Anlagen ausgeglichen. Die Schwäche der Binnennachfrage sollte jedoch nur eine Momentaufnahme sein. Konsum und Investitionen dürften 2018 wie schon im Gesamtjahr 2017 die wichtigsten Wachstumsträger bleiben.

### Wachstumsdynamik sollte im Verlauf von 2018 leicht nachlassen

Der Euroraum hatte im 4. Quartal wie Deutschland eine Wachstumsrate von 0,6% im Vorperiodenvergleich erzielt. In beiden Fällen gehen wir davon aus, dass sich diese Verlaufsdynamik zu Beginn dieses Jahres fortsetzt. Die kräftigen Rücksetzer des ifo-Geschäftsklimaindexes um 2,2 auf 115,4 Punkte sowie des Composite-PMIs für den Euroraum um 1,3 auf 57,5 Punkte jeweils im Februar stellen diesen Ausblick nicht infrage, sondern stützen ihn sogar. Sie legen nämlich vor allem den Schluss nahe, dass die Unternehmensstimmung um den Jahreswechsel herum übertrieben positiv geworden war. Die ifo-Geschäftserwartungen z.B. hätten einen Anstieg der deutschen BIP-Wachstumsrate auf gut 4% im Vorjahresvergleich indiziert. Nach der jüngsten Korrektur befinden sich die Stimmungsbarometer unserer Einschätzung nach wieder auf realitätsnäheren Niveaus. Ausgelöst wurde die aktuelle Abwärtsbewegung wohl durch die Aufwertung, die der Euro seit dem Jahres-

### Realitätssinn kehrt zurück – Konjunkturaufschwung geht weiter



wechsel erfahren hat. In Deutschland dürfte auch der Tarifabschluss in der Metallindustrie die Euphorie gedämpft haben. Zumindest hat sich die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe gemäß den Berechnungen des ifo-Instituts im Februar stärker eingetrübt als in anderen Sektoren.

Auch wenn uns die aktuelle Stimmungseintrübung keine Sorgenfalten auf die Stirn treibt, gehen wir gleichwohl davon aus, dass die konjunkturelle Dynamik im Euroraum und in Deutschland ihren Höhepunkt erreicht, wenn nicht gar schon überschritten hat. Insbesondere vom Außenhandel erwarten wir aufgrund der Aufwertung des Euro keine größeren Wachstumsimpulse mehr. Zwar unterstellen wir immer noch positive Beiträge des Außenhandels zum BIP-Wachstum in diesem Jahr. Dies ist aber fast ausschließlich eine Nachwirkung des zum Jahreswechsel 2017/18 erreichten Niveaus. Anders ausgedrückt: Der Außenbeitrag dürfte 2018 von seiner Dynamik im Jahr 2017 zehren, aber keine zusätzliche entwickeln. Dies sollte zu einer Moderierung der konjunkturellen Gangart im weiteren Verlauf von 2018 führen, eine Tendenz, die sich 2019 fortsetzen sollte. Dabei rechnen wir für dieses Jahr sowohl im Euroraum als auch in Deutschland jeweils mit BIP-Wachstumsraten von 2,3%, auch Dank der Wachstumsüberhänge, die aus dem Schwung des Vorjahres

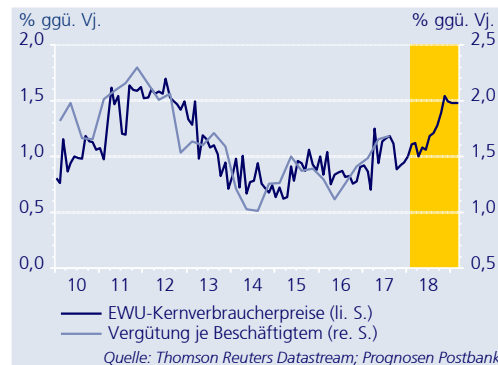


resultierten. 2019 sollte sich das BIP-Wachstum in Deutschland auf 1,8% und im Euroraum auf 1,7% abschwächen.

### EWU-Inflation wird 2018 und 2019 verhalten bleiben

Die EWU-Inflationsrate ist im Januar leicht von 1,4% auf 1,3% gesunken. Dies ist der niedrigste Wert seit Juni vergangenen Jahres. Ausgelöst wurde der Rückgang durch niedrigere Vorjahresraten bei den Nahrungsmittel- (+1,9% nach +2,1%) sowie den Energiepreisen (+2,1% nach +2,9%). Letzteres ist insofern überraschend, als der gestiegene Rohölpreis eigentlich eine Unterstützung der Preisdynamik durch die Energiekomponente signalisiert hatte. Die Kerninflationsrate wiederum legte moderat von 0,9% auf 1,0% zu. Insgesamt zeigte sich die Inflation im Euroraum zum Jahresauftakt aber weiterhin verhalten. Kurzfristig dürfte dies auch so bleiben, bevor die Teuerungsrate zur Jahresmitte hin wohl ansteigt. Als Treiber sollten sich dabei zunächst die Energiepreise erweisen. Da nämlich die Rohölnotierungen im Frühjahr 2017 spürbar gefallen waren, sollte sich durch die niedrigeren Vergleichswerte nun ein entsprechender Basiseffekt einstellen, sofern sich der Ölpreis auf dem derzeit erreichten Niveau stabilisiert. Hierbei wird es sich dann aber nur um einen temporären Impuls handeln, der jedoch im

### Trendwende bei der Lohndynamik spricht für steigende Kerninflation



weiteren Jahresverlauf durch einen nachhaltigeren Effekt abgelöst werden sollte. Die bei der Lohnentwicklung auf EWU-Ebene zu beobachtende Trendwende nach oben sollte sich fortsetzen. Allein schon die jüngsten Tarifabschlüsse in Deutschland sprechen für einen spürbaren Schub in diesem Jahr. Die Folge sollte eine steigende Kerninflation sein, zumal diese gegenüber dem bisherigen Lohnrend bereits Nachholpotenzial besitzt. In der Summe rechnen wir für 2018 und 2019 dennoch, verglichen mit dem Jahresdurchschnitt 2017, nur mit einem leichten Anstieg der Inflationsrate auf jeweils 1,6%, da sich die bisherige sowie die von uns erwartete, weitere Euro-Aufwertung dämpfend auf die Teuerung auswirken sollten.

Heinrich Bayer

### Prognosen Postbank

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

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

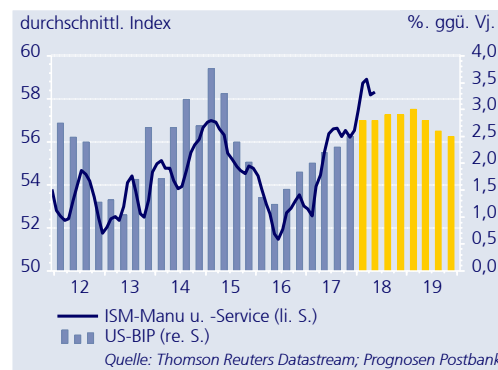
## US-Konjunktur: Laxe Finanzpolitik führt in den Boom – anschließende Überhitzung nicht auszuschließen

### Durchwachsener Start ins 1. Quartal

Die US-Wirtschaft ist verhalten ins Jahr gestartet. Im Januar gab die Industrieproduktion entgegen den Erwartungen im Vormonatsvergleich um 0,1% nach. Als Belastung erwies sich dabei die stark von der Ölförderung geprägte Produktion im Bergbau, die sich um 1,0% abschwächte. Dagegen erhöhten die Energieversorger ihren Ausstoß nochmals um 0,6%, nachdem sie diesen bereits im Vormonat außergewöhnlich kräftig um 4,6% gesteigert hatten. Die kalte Witterung hat damit auch im Januar deutliche Spuren hinterlassen. Dies lässt aber wiederum darauf schließen, dass die Energieversorger die Industrieproduktion spätestens mit dem Anstieg der Temperaturen im nahenden Frühling belasten dürften. Im Verarbeitenden Gewerbe stagnierte die Produktion bereits den zweiten Monat in Folge, nachdem sie allerdings im vorangegangenen Zweimonatszeitraum auch außergewöhnlich kräftig gestiegen war. Insgesamt zeigen die Daten, dass sich die im letzten Herbst noch sehr rege US-Industriekonjunktur um die Jahreswende herum abgekühlt hat. Die sich auf sehr hohem Niveau bewegenden Stimmungsindekatoren für das Verarbeitende Gewerbe lassen aber darauf schließen, dass es sich hierbei nur um eine kurze Wachstumspause handeln sollte und das Verarbeitende Gewerbe in den kommenden Monaten wieder Fahrt aufnimmt.

Ein ähnliches Bild wie die Produktionsdaten zeichnen auch die Einzelhandelsumsätze. In der Abgrenzung ohne Autos stagnierten diese im Januar, nachdem sie im Dezember nur marginal gestiegen waren. Aber auch hier hatte es in den beiden vorangegangenen Monaten in der Summe einen sehr kräftigen Zuwachs gegeben. Dazu ergibt sich noch eine weitere Parallele. Die Verbraucher sind ähnlich optimistisch wie die Unternehmen. Der Vertrauensindex der Uni Michigan ist im Februar vorläufigen Angaben zufolge um 4,2 auf 99,9 Punkte gesprungen. Dies ist der zweithöchste

### US-Wachstum steuert auf seinen Höhepunkt zu



Wert der letzten dreizehn Jahre. Insgesamt könnten die Januar-Werte für die Produktion und den Einzelhandelsumsatz ein Fingerzeig sein, dass das US-BIP-Wachstum im 1. Quartal wieder vergleichsweise schwach ausfallen könnte. Jedoch ist nach nur einem Monat im Quartal und angesichts der Revisionsanfälligkeit dieser Daten Vorsicht bei der Interpretation angezeigt. Wir rechnen für das laufende Quartal nur mit einem geringen Rückgang der annualisierten BIP-Wachstumsrate auf 2,4% nach 2,6% in der Vorperiode.

### BIP-Wachstum dürfte 2018 auf fast 3% steigen

An den positiven Aussichten für die US-Konjunktur würde sich aber auch durch eine stärkere Abschwächung des Wachstums nichts ändern. Dieses steht derzeit auf einer breiten Basis. Die Unternehmensinvestitionen haben sich deutlich belebt und bilden derzeit ein zentrales Standbein des Aufschwungs. Der private Verbrauch profitiert von der unverändert steigenden Beschäftigung. Die Exporte haben im vergangenen Jahr spürbar an Dynamik zugelegt und 2018 sollte sich ihr Zuwachs infolge der guten Weltkonjunktur und des etwas schwächeren Dollars weiter beschleunigen. Aufgrund eines noch stärkeren Wachstums der Importe wird es aber



für einen positiven Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum erneut nicht reichen. Zusätzliche Schubkraft wird die US-Konjunktur in diesem positivem Umfeld – und damit aus zyklischer Betrachtung zur Unzeit – durch die umfangreichen Steuer-senkungen erhalten, die insbesondere zu einer weiteren Verstärkung der Unternehmensinvestitionen beitragen sollten.

Wir rechnen daher ab dem 2. Quartal 2018 zunächst mit annualisierten Wachstumsraten von über 3%, bevor sich die konjunkturelle Dynamik gegen Jahresende leicht abschwächt und 2019, auf allerdings immer noch sehr solidem Niveau, weiter nachgibt. Unter dem Strich erwarten wir für dieses Jahr ein BIP-Wachstum von 2,9% und für 2019 von 2,7%. Im nunmehr neunten Jahr des laufenden Aufschwungs steuert die Konjunktur damit wohl auf ihren Kulminationspunkt zu. Zugleich steigt das Risiko, dass die zur Unzeit expansive Finanzpolitik zu einer Überhitzung der Wirtschaft führt und damit mittelfristig den Boden für die nächste Rezession bereitet.

### Inflationsrisiken verschieben sich deutlich nach oben

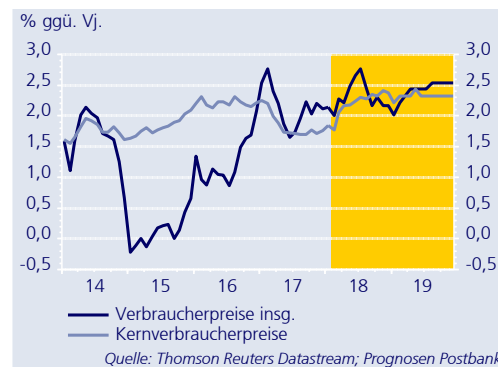
Noch vor wenigen Monaten zeigte sich die Fachwelt einschließlich der US-Notenbank erstaunt und teilweise auch besorgt, weil die US-Inflation trotz Aufschwungs und steigender Beschäftigung einfach nicht anziehen wollte, sondern sogar nachgab.

#### Prognosen Postbank

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

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

### Inflationsrate dürfte in den nächsten Monaten temporär deutlich steigen



Eine eindeutige Erklärung wurde bis heute nicht gefunden. Dies scheint aber auch nicht mehr nötig, denn das „Problem“ hat sich anscheinend inzwischen erledigt und könnte sich sogar schon bald ins Gegenteil verkehren, erst recht, wenn die drohende konjunkturelle Überhitzung Realität werden sollte.

Schon im Januar überraschten die US-Inflationsdaten auf der Oberseite. Die Verbraucherpreise sprangen befeuert von dem kräftigen Ölpreisanstieg zum Jahreswechsel gegenüber dem Vormonat um 0,5% nach oben. Aber auch die Kernverbraucherpreise legten deutlich um 0,3% zu. Inflations- und Kerninflationsrate verharrten mit 2,1% beziehungsweise 1,8% zwar auf ihren jeweiligen Dezember-Niveau. In den nächsten Monaten sollten sie aber spürbar steigen. Hierfür sprechen allein schon Basiseffekte aus der letztjährigen Preisdelle, die sich in diesem Jahr nicht wiederholen sollte. Auf den Vorstufen der Verbraucherpreise hat sich nämlich die Teuerung auf einem etwas erhöhten Niveau verfestigt. Wir rechnen daher für das laufende Jahr mit einem Anstieg der Inflationsrate von 2,1% auf 2,3% und erwarten für 2019 eine nochmalige Zunahme auf 2,4%. Dazu sehen wir aber ein klares Risiko, dass die Preissteigerungsraten gerade in den kommenden Monaten auch deutlich höher ausfallen könnten. Inflationsrisiken, die jahrelang keine Rolle mehr zu spielen schienen, lauern derzeit sozusagen hinter der nächsten Ecke.

Heinrich Bayer

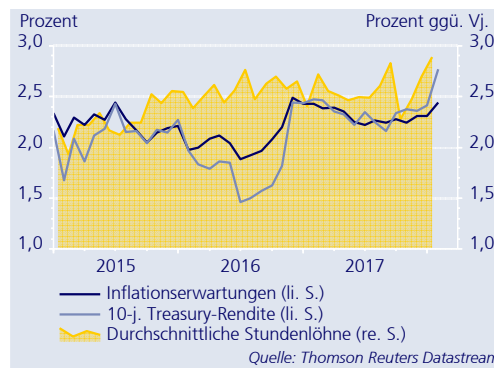
## Rentenmarkt: Weiterer Renditeanstieg voraus

Der Mitte Dezember 2017 eingesetzte, deutliche Aufwärtstrend der deutschen Kapitalmarktrenditen ist seit Anfang Februar vorerst wieder zum Stillstand gekommen. Nach wiederholten Ausbruchversuchen der 10-jährigen Bundrendite Richtung 0,80% liegt diese aktuell mit 0,71% im Bereich ihres Niveaus von Ende Januar – damit aber gleichwohl um rund 40 Basispunkte höher als noch Mitte Dezember letzten Jahres. Bei kürzeren Laufzeiten ergibt sich im Verlauf überwiegend ein vergleichbares Bild. Allerdings ist der Renditeanstieg hier etwas verhaltener ausgefallen, was mit einer moderaten Versteilerung der Kapitalmarktkurve einherging. Etwas anders stellt sich die Situation hingegen am US-Rentenmarkt dar. Dort ist die Rendite 10-jähriger Treasuries seit unserer letzten Ausgabe der ‚Perspektiven‘ Ende Januar weiter um rund 20 Basispunkte auf zuletzt 2,92% gestiegen.

### Neubewertung am Rentenmarkt hat ihren Ursprung in den USA

Der im Februar fortschreitende Renditeanstieg am US-Rentenmarkt kommt insofern nicht überraschend, als bereits das Mitte Dezember 2017 eingesetzte Repricing in den USA seinen Ursprung hatte. Dies war insbesondere wieder höheren Inflationserwartungen jenseits des Atlantiks geschuldet. Die robuste konjunkturelle Dynamik hat in Verbindung mit einem zunehmend enger werdenden Arbeitsmarkt – mit einer aktuellen Arbeitslosenquote in Höhe von 4,1% kann nahezu von Vollbeschäftigung gesprochen werden – zu einem Anstieg der Inflationserwartungen von rund 2,2% im Sommer vergangenen Jahres auf zuletzt knapp 2,5% geführt. Als zusätzliche Unterstützung erwies sich die kurz vor Weihnachten verabschiedete Steuerreform, die insbesondere die zuletzt wieder angesprungenen Unternehmensinvestitionen in den USA weiter beflügeln und der ohnehin robusten konjunkturellen Dynamik einen weiteren Schub verleihen sollte. Das bislang fehlende Puzzleteil für eine nachhaltig

### Höhere US-Inflationserwartungen treiben Kapitalmarktrenditen nach oben

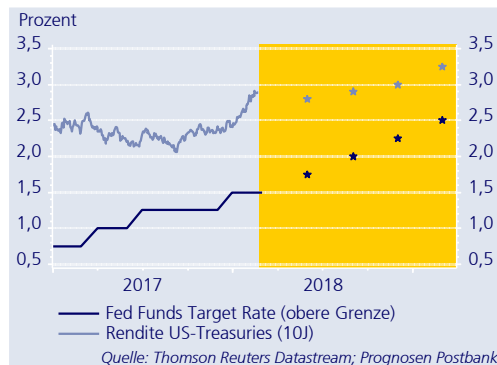


höhere Preisdynamik in den USA – nämlich ein kräftigerer Lohnanstieg – lieferte dann schließlich der Anfang Februar veröffentlichte Arbeitsmarktbericht. Diesem zufolge ist die Vorjahresveränderungsrate der durchschnittlichen Stundenlöhne im Januar von 2,7% auf 2,9% gestiegen und liegt damit aktuell auf dem höchsten Niveau seit Mitte 2009 – was von den Marktakteuren prompt als Beleg für einen zunehmenden Lohn- und damit auch Inflationsdruck wahrgenommen wurde. Der jüngste Anstieg der Lohndynamik – der zudem noch durch Sondereffekte überzeichnet wurde – wie auch ein überraschend starker Anstieg der US-Verbraucherpreise im Januar sollten unseres Erachtens für sich genommen jedoch nicht überbewertet werden. Um ein grundlegend verändertes Inflationsbild für die USA zu zeichnen, muss die höhere Dynamik durch die Datenveröffentlichungen in den kommenden Monaten erst noch bestätigt werden, was wir aber für durchaus wahrscheinlich halten.

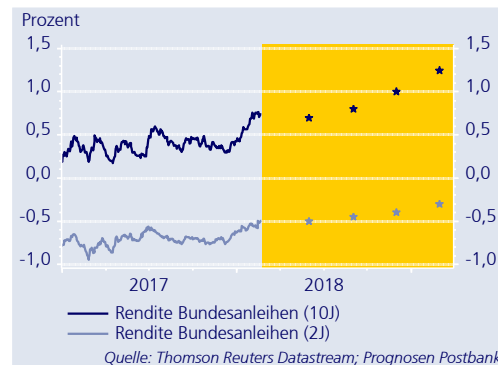
### Fed dürfte Leitzinsen 2018 schneller anheben als bislang erwartet

Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit für mehr und/oder stärkere US-Leitzinsanhebungen durch die Fed im Jahresverlauf angesichts der jüngsten Entwicklungen gestiegen. Auf seiner ersten Sitzung 2018 –

### Vier US-Leitzinsanhebungen in diesem Jahr erwartet



### Versteilerung der Bundkurve auf Sicht von zwölf Monaten



die unmittelbar vor Veröffentlichung des Arbeitsmarktberichts stattfand – hat das FOMC jedoch den Leitzins wie im Vorfeld erwartet zunächst unverändert bei 1,25-1,50% belassen. Das begleitende Statement wie auch das im Februar veröffentlichte Protokoll zeigen aber, dass die Beurteilung der konjunkturellen Entwicklung und der Preisdynamik durch die Währungshüter zum Jahresauftakt besser ausfiel als noch im Rahmen der Dezember-Sitzung. Im Hinblick auf die Inflation ist dies insofern bemerkenswert, als zum Zeitpunkt der Sitzung neben den Lohndaten auch die überraschend starken US-Verbraucherpreisdaten für Januar noch nicht bekannt waren. Umso eher dürfte daher aus heutiger Sicht der Weg für einen weiteren Zinsschritt auf der März-Sitzung des FOMC frei sein. Dieser ist aktuell am Markt zu 100% eingepreist. Als Abwärtsrisiko sehen wir hier allenfalls die im laufenden Monat erfolgte und durch den Renditeanstieg maßgeblich ausgelöste Korrektur an den Aktienmärkten. Die Wahrscheinlichkeit, dass die US-Währungshüter in einer Zinsanhebung ein größeres Risiko für weitergehende Verwerfungen an den Finanzmärkten sehen und deshalb von einem Zinsschritt absehen, stufen wir jedoch als gering ein.

Die auch von uns erwartete Anhebung der Fed Funds Target Rate um 25 Basispunkte auf 1,50-1,75% im März würde allerdings nicht mehr von Janet Yellen verkündet, deren vierjährige Amtszeit als Fed-Präsidentin Anfang Februar geendet hat. Ihr Nachfolger ist Jerome Powell, der bereits seit 2011 dem Gouverneursrat der Fed und damit

auch dem FOMC angehört. Eine wesentliche Neuorientierung des geldpolitischen Kurses ist unter seiner Führung unseres Erachtens nicht zu erwarten. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass die Fed ihren graduellen geldpolitischen Straffungsprozess in diesem Jahr etwas aggressiver vorantreiben wird, als wir dies bislang erwartet hatten. Dies liegt jedoch nicht in der Person Powells, als vielmehr in den zuvor beschriebenen Anzeichen für ein sich im Jahresverlauf veränderndes (Inflations-)Umfeld begründet. Vor diesem Hintergrund gehen wir nunmehr davon aus, dass das FOMC insgesamt vier- statt dreimal in diesem Jahr den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte anhebt. Dieser läge damit auf Sicht von zwölf Monaten in einer Spanne von 2,25-2,50%. Vor diesem Hintergrund ist auch eine Aufwärtsrevision unserer Renditeprognose für 10-jährige US-Treasuries auf Jahressicht angezeigt, die wir ebenfalls um 25 Basispunkte auf 3,25% anheben.

### Nahendes QE-Ende im Euroraum bietet Aufwärtspotenzial für Renditen

Die deutliche Aufwärtsverschiebung der Kapitalmarktkurve seit Mitte Dezember letzten Jahres signalisiert zunehmende Erwartungen hinsichtlich eines baldigen Endes der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum. Abgesehen von der laufenden – durch voneinander abweichende Äußerungen von EZB-Offiziellen zusätzlich befeuerten – Diskussion über einen konkreten Zeitpunkt für das Ende der Netto-Ankäufe im Rahmen des Anleiheankaufprogramms

blieben Nachrichten mit echtem Neuigkeitswert diesbezüglich aber im Verlauf des Februars Mangelware. Wir halten unverändert an unserer Einschätzung fest, dass das aktuell bis September dieses Jahres laufende Ankaufprogramm noch einmal um drei Monate für ein ‚finales Tapering‘ verlängert wird. Ab Januar 2019 würde die EZB dann – abgesehen von dem Reinvestment von Rückflüssen aus dem existierenden Anleihebestand – keine Assets mehr kaufen. Angesichts ihrer über lange Zeit etablierten Kommunikation, dass die Leitzinsen für geraume Zeit nach Beendigung der Netto-Anleihekäufe auf dem aktuellen Niveau bleiben werden, rechnen wir drei bis sechs Monate nach dem von uns erwarteten QE-Ende – also im 2. Quartal 2019, vermutlich im Juni – mit einer ersten Leitzinsanhebung im Euroraum.

Grundsätzlich ist auch nicht auszuschließen, dass die EZB stärker als aktuell von uns erwartet auf das konstruktive makroökonomische Umfeld reagiert und den Netto-Erwerb von Vermögenswerten bereits Ende September vollständig einstellt. Damit einhergehende Phantasie, dass die Euro-Währungshüter den Leitzins dann möglicherweise schon im kommenden Frühjahr anheben könnten, ist im Markt phasenweise immer wieder vorhanden, was ebenfalls zu dem jüngsten Repricing am Kapitalmarkt beigetragen hat. Aber auch im Fall unseres Basisszenarios spricht einiges dafür, dass mit der jüngst gesehene, deutlichen Aufwärtskorrektur der Bundrenditen noch nicht das Ende erreicht ist. Nach der aktuellen Konsolidierungsphase auf erhöhtem Niveau trauen wir der 10-jährigen Bundrendite auf Sicht von zwölf Monaten einen Anstieg auf 1,25% zu. Im 2-Jahres-Bereich sollte die Rendite auf Jahressicht auf -0,30% anziehen. Mit der resultierenden, deutlichen Aufwärtsschiebung der Bundkurve ginge dann auch eine spürbare Versteilerung einher. Letztere würde die Erwartung widerspiegeln, dass mit einem ersten Zinsschritt Mitte 2019 der Grundstein für einen Zinsanhebungszyklus in der Eurozone gelegt würde.

*Dr. Lucas Kramer*

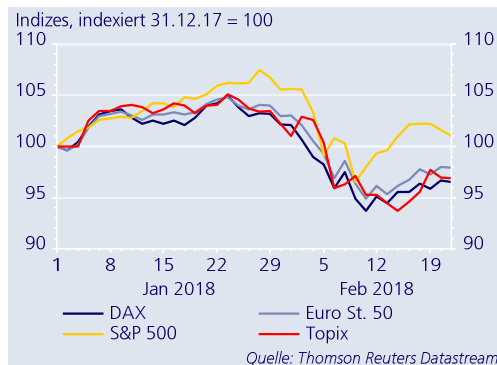
### Prognosen Postbank

	22.02.	in 3 M	in 12 M
<b>Leitzinsen in %</b>			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	1,25-1,50	1,50-1,75	2,25-2,50
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,50	0,50	0,50
<b>Renditen 10 Jahre in %</b>			
Bunds	0,71	0,70	1,25
US-Treas.	2,92	2,80	3,25
Jap. JGBs	0,06	0,00	0,00
Brit. Gilts	1,55	1,60	1,80
<b>Spreads ggü. Bunds in Basispunkten</b>			
10j. Swap	43	40	35
EWUNon-Fin.	62	70	80

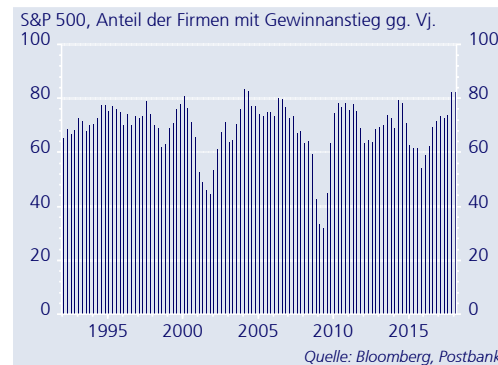
Quelle: Bloomberg Finance LP,  
Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt: Outperformance von DAX und Euro Stoxx 50 erwartet

### Standard & Poor's 500 momentan leicht im Vorteil



### US-Unternehmen mit sehr starkem 4. Quartal



### Indizes mit volatiltem Jahresauftakt

„Wie gewonnen, so zerronnen“ beschreibt in knappen Worten die Performance von DAX, Euro Stoxx 50 sowie Topix im bisherigen Jahresverlauf. Den zunächst erreichten Kurszuwachs haben alle drei Leitindizes inzwischen nicht nur verspielt, sondern sie notieren Stand 21. Februar jeweils rd. drei Prozent niedriger als zum Jahreswechsel 2017/18. Einzig der S&P 500 kann aus dem Kreis der von uns analysierten Indizes momentan ein Kursplus für diesen Zeitraum vorweisen. Er liegt zwar lediglich ein Prozent vorne, aber es ist zumindest ein positiver Wert.

Im Vergleich der Leitindizes rund um den Globus fällt auf, dass im bisherigen Jahresverlauf Aktien aus Schwellenländern deutlich besser als ihre Pendanten in den Industrienationen performen. Während der MSCI World, der Aktien aus Industrieländern beinhaltet, im oben genannten Zeitraum ein mageres Plus von 0,7% auf die Waagschale bringt, verzeichnet der MSCI Emerging Markets einen Zuwachs von 4,4%. Beide Indizes sind sehr gut miteinander vergleichbar. Denn sie sind nicht nur von einem Indexanbieter (Morgan Stanley Capital International) entwickelt und unterliegen der gleichen Berechnungsmethodik. Sie sind auch in ein und der selben Währung (US-Dollar) denominated. Die aktuelle Korrekturphase rund um die Unsicherheit mit Blick auf die künftige

Geldpolitik von Fed und EZB erschüttert offenbar vornehmlich die Börsen der Industrienationen.

### Unternehmen glänzen in Berichtssaison

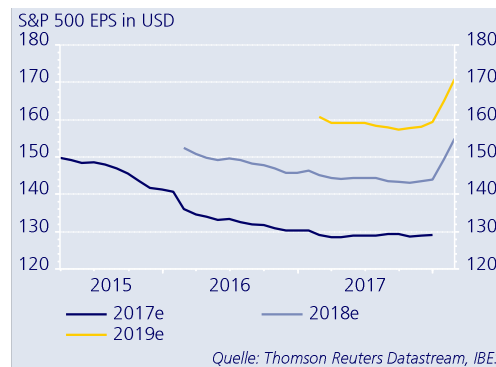
In den USA haben schon deutlich mehr als 80 Prozent der im S&P 500 gelisteten Unternehmen ihre Bilanzen vorgelegt. Wie gewohnt konnten die Firmen bei den Beat-Ratios überzeugen. Drei Viertel der Unternehmen haben die jeweilige Konsensprognose der Analysten für den Gewinn je Aktie übertroffen. Bei den Erlösen schafften dies gute 66%. Aber auch bei den harten Fakten wissen sie zu überzeugen. Jeweils mehr als 80% steigerten Gewinn je Aktie bzw. Umsatz im Vergleich zum Vorjahresquartal. Dass solche Werte zu Beginn einer Berichtssaison erreicht werden, ist oft der Fall. Dass nun aber kurz vor dem Ende der Saison solche Quoten zu vermelden sind, zeigt in welcher guten Verfassung die US-Firmen sind und somit auch die US-Wirtschaft ist. Zum letzten Mal verbesserten Anfang 2004 mehr Unternehmen ihren Gewinn je Aktie im Vorjahresvergleich als im 4. Quartal 2017. Auf aggregierter Basis für den US-Leitindex inklusive der Umsatz- und Gewinnprognosen für die Firmen, die ihre Bilanzen noch vorlegen müssen, stehen aktuell Anstiege bei Gewinn je Aktie und Umsatz von 14,7% bzw. 7,9% zu Buche. Diese

Zuwachsraten übertreffen die im 3. Kalenderquartal erreichten Werte deutlich. In Deutschland und Europa ist die Berichtssaison noch nicht so weit fortgeschritten. Beim DAX nähern wir uns beispielsweise erst der Halbzeit. Auch hier dürfen wir konstatieren, dass die Unternehmen bei den harten Fakten zwar nicht wie ihre US-Pendants glänzen, aber dennoch überzeugen können. Jeweils deutlich mehr als die Hälfte bzw. meist sogar mehr als 60 Prozent der Firmen, die ihre Bilanzen präsentiert haben, steigerten den Gewinn je Aktie und/oder den Umsatz im Vergleich zum Vorjahreswert. Insgesamt kommen wir zum Fazit, dass das Jahr 2017 beiderseits des Atlantiks mit einem starken Quartal endete.

### US-Steuerreform pusht Gewinnerwartungen der US-Firmen ...

Die nebenstehende Grafik zeigt die Entwicklung der erwarteten Indexgewinne für den US-Leitindex für die Kalenderjahre 2017, 2018 und 2019 im Zeitablauf. Bei den Gewinnerwartungen 2018 und 2019 wird am aktuellen Rand klar erkennbar, dass die Bottom Up-Analysten den positiven Effekt aus der im Dezember verabschiedeten US-Steuerreform zunehmend in ihre Gewinnmodelle eingebaut haben. Seit Dezember 2017 haben sich auf aggregierter Basis für den S&P 500 die Indexgewinne um jeweils gut sieben Prozent erhöht. Der Abstand zwischen den Gewinnerwartungen für 2018 und 2019 bleibt somit nahezu unverändert. Daran wird erkennbar, dass es sich um einen einmaligen Effekt handelt, der in 2018 wirksam wird und das Gewinnniveau für die Folgejahre entsprechend einmalig aber nachhaltig nach oben verschiebt.

### S&P 500: Positiver US-Steuereffekt für Firmengewinne 2018 und 2019



### ... Bewertung des S&P 500 wird aber nur leicht reduziert

Die KGV-Bewertung des S&P 500 bleibt trotz dieses positiven Effekts aber weiterhin im Vergleich zu DAX & Co. erhöht. Für das Kalenderjahr beläuft das KGV sich momentan auf 17,4, nachdem es zum Zeitpunkt des Indexhöchststandes und mit dem im Dezember ausgewiesenen Indexgewinn berechnet noch 19,9 betrug. Der DAX ist beispielsweise für 2018 mit einem KGV von 12,8 bewertet. Daher halten wir an unserer Einschätzung fest, dass DAX und Euro Stoxx 50 auf Jahresbasis eine bessere Performance als der US-Leitindex abliefern sollten. Allerdings erwarten wir auch diesen, ebenso wie den Topix, in zwölf Monaten deutlich über dem aktuellen Niveau.

Heinz-Gerd Sonnenschein

### Prognosen Postbank

	22.02.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.462	12900-13100	13900-14100
Euro St. 50	3.432	3450-3650	3750-3950
S&P 500	2.704	2750-2850	2900-3000
Topix	1.746	1775-1875	1900-2000

Quelle: Bloomberg Finance LP



## Marktprognosen März 2018

Zinsen in %	22.02.18	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	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
2-j. Bunds	-0,52	-0,50	-0,45	-0,40	-0,30
10-j. Bunds	0,71	0,70	0,80	1,00	1,25
<b>USA</b>					
Fed Funds Rate	1,25-1,50	1,50-1,75	1,75-2,00	2,00-2,25	2,25-2,50
3-Monats-Libor	1,94	2,00	2,25	2,50	2,75
2-j. Treasuries	2,25	2,15	2,40	2,65	2,90
10-j. Treasuries	2,92	2,80	2,90	3,00	3,25
<b>EUR/USD-Spreads in Basispunkten</b>					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-227	-230	-255	-280	-305
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-221	-210	-210	-200	-200
<b>Japan</b>					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>UK</b>					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	1,55	1,60	1,60	1,70	1,80
<b>Swap/Credit Spreads in Basispunkten</b>	<b>22.02.18</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	43	40	35	35	35
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-21	-18	-15	-10	-10
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	62	70	70	75	80
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	282	275	300	300	320
<b>Wechselkurse</b>	<b>22.02.18</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)	1,2336	1,22	1,22	1,25	1,28
Japanischer Yen (EUR/JPY)	131,76	136	140	145	154
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8837	0,90	0,90	0,91	0,93
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1517	1,17	1,20	1,23	1,25
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,8334	8,00	8,05	8,10	8,20
<b>Commodities</b>	<b>22.02.18</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)	66,05	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.332	1.300	1.300	1.275	1.275
<b>Aktien</b>	<b>22.02.18</b>	<b>KGV</b>		<b>Kursziel</b>	
		<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
DAX	12.462	12,7	11,8	12900-13100	13900-14100
Euro Stoxx 50	3.432	13,5	12,4	3450-3650	3750-3950
Standard & Poor's 500 *	2.704	17,5	15,8	2750-2850	2900-3000
Topix	1.746	13,9	12,8	1775-1875	1900-2000

\* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

## Konjunkturprognosen März 2018

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