



# Aktienmarktprognose

März 2017

100 Jahre  
Bundesverband  
Öffentlicher Banken  
Deutschlands

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

# Inhaltsverzeichnis

## VÖB-Prognose-Überblick

## Markteinschätzungen und Präsentationen

DekaBank

Helaba

NORD/LB

Weberbank

BayernLB

LBBW

HSH Nordbank

## Referentenprofile / Kontaktinformationen



# VÖB-Prognose-Überblick

## Aktienmarktindizes Europa

DAX	Tagesendstand am 13.03.2017	In 3 Monaten Juni 2017	In 6 Monaten September 2017	In 12 Monaten März 2018
BayernLB	11.963	11.800	11.600	12.400
DekaBank		12.500	12.500	11.800
Helaba		11.600	11.800	12.500
HSH Nordbank		11.900	12.100	12.300
LBBW		12.250	12.250	12.500
NORD/LB		11.800	11.000	11.500
Weberbank		12.300	12.600	13.500

EUROSTOXX 50	Tagesendstand am 13.03.2017	In 3 Monaten Juni 2017	In 6 Monaten September 2017	In 12 Monaten März 2018
BayernLB	3.416	3.280	3.200	3.400
DekaBank		3.500	3.500	3.100
Helaba		3.300	3.350	3.500
HSH Nordbank		3.400	3.450	3.550
LBBW		3.375	3.375	3.400
NORD/LB		3.350	3.150	3.300
Weberbank		3.500	3.600	3.800

Dow Jones	Tagesendstand am 13.03.2017	In 3 Monaten Juni 2017	In 6 Monaten September 2017	In 12 Monaten März 2018
BayernLB	20.882	20.900	20.500	21.400
DekaBank		21.000	21.000	19.000
Helaba		19.500	19.800	20.500
HSH Nordbank		20.700	20.900	20.950
LBBW		21.000	21.000	21.250
NORD/LB		20.200	19.900	20.200
Weberbank		21.000	22.000	22.700

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	Deutschland		Euroraum		USA	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
BayernLB	1,3	1,5	1,1	1,4	2,2	2,9
DekaBank	1,5	1,6	1,6	1,6	2,2	2,1
Helaba	1,5	1,4	1,4	1,4	2,2	2,0
HSH Nordbank	1,6	1,7	1,5	1,7	2,4	2,2
LBBW	1,5	1,5	1,3	1,5	2,5	2,8
NORD/LB	1,5	1,6	1,6	1,7	2,3	2,2
Weberbank	2,0	2,0	1,8	1,8	2,8	2,8

	US-Rohöl (USD) <sup>2</sup> Juni 2017	S&P 500 Juni 2017	EUR / USD Juni 2017
BayernLB	47	2.370	1,05
DekaBank	49	2.400	1,05
Helaba	54	2.230	1,10
HSH Nordbank	49	2.190	1,03
LBBW	54	2.380	1,02
NORD/LB	53	2.300	1,08
Weberbank	52	2.400	1,02

Vergleichswerte vom 13.03.2017:

US-Rohöl	48,46 USD
S&P 500	2.373
EUR / USD	1.0638

<sup>1</sup> In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

<sup>2</sup> West Texas Intermediate, Texasöl



Leitzinsen in Prozent	Euroraum Juni 2017	USA Juni 2017
BayernLB	0,00	0,75 – 1,00
DekaBank	0,00	0,75 – 1,00
Helaba	0,00	0,75 – 1,00
HSH Nordbank	0,00	1,00 – 1,25
LBBW	0,00	0,75 – 1,00
NORD/LB	0,00	0,75 – 1,00
Weberbank	0,00	0,75 – 1,00

Vergleichswerte:

USA 0,50-0,75 %, letzte Änderung am 14.12.2016 (+0,25)  
 Euroraum 0,00 %, letzte Änderung am 10.03.2016 (-0,05)



## Markteinschätzung der DekaBank

Konjunkturell läuft es derzeit rund. Sämtliche Stimmungsindikatoren verbesserten sich zuletzt von ihren ohnehin schon hohen Niveaus aus, sei es das Verbrauchervertrauen in den USA, der Einkaufsmanagerindex in China, die Unternehmerlaune in Euroland oder das ifo Geschäftsklima in Deutschland.

Der konjunkturelle Aufschwung ist offenbar so stark, dass ihm die politischen Risiken zurzeit wenig anhaben können. Daran hat die nach wie vor unterstützend wirkende expansive Geldpolitik einen gewichtigen Anteil. Parallel dazu scheinen die Finanzmärkte davon auszugehen, dass sich die meisten politischen Risiken eben nicht oder allenfalls in der langen Frist materialisieren werden. Die Annahme lautet, dass die anstehenden Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich nicht zu Regierungskonstellationen führen werden, die Austritte von Ländern aus der Europäischen Währungsunion zur Folge haben. Und in den USA wird letztlich im Kongress längst nicht so heiß gegessen, wie es zuvor vom neuen Präsidenten auf Twitter gekocht wurde.

Dabei kann von einer ungesunden Euphorie an den Aktienmärkten gegenwärtig nicht die Rede sein. Denn das gute wirtschaftliche Umfeld spiegelt sich auch in den Unternehmensgewinnen wider. Erste Anzeichen für eine positive Trendwende in den Unternehmensgewinnen waren bereits in den Zahlen zum dritten Quartal 2016 zu erkennen. Diese haben sich mit der gerade abgeschlossenen Berichterstattung zum vierten Quartal 2016 bestätigt. Dies gilt sowohl für Unternehmen aus den Industrieländern als auch für Unternehmen aus den Schwellenländern. Diese auf Quartalsbasis bereits zu beobachtende Trendumkehr wird auch auf Gesamtjahresbasis zu einer spürbar verbesserten Gewinnsituation der Unternehmen führen und sich so deutlich positiv von der Situation in den vergangenen Jahren absetzen.

Natürlich geht eine solche positive Phase nicht ewig. Wir beobachten besonders das mögliche Enttäuschungspotenzial in den USA, das sich angesichts der hohen Erwartungen an Konjunkturprogramme der Regierung Trump aufgebaut hat. Der US-Aktienmarkt ist im Gegensatz zu den Märkten in Europa bereits auf deutlich erhöhten Bewertungsniveaus angelangt und damit für Korrekturen besonders anfällig.

Auch die Zinsentwicklung bietet Störpotenzial. Derzeit werden steigende Kapitalmarktzinsen vom Aktienmarkt noch als ein Signal dafür herangezogen, dass sich das Preis- und Wachstumsumfeld weiter stabilisiert. Eine Straffung der Geldpolitik seitens der Fed sowie weitere moderate Anstiege der Kapitalmarktzinsen sind somit ein Signal dafür, dass sich der Reflationierungs-Trade an den Aktienmärkten fortsetzen wird. Im Laufe des Jahres wird sich diese Wirkungsweise allerdings umkehren. Ab einem bestimmten Niveau wirkt der Ausblick auf möglicherweise weiter ansteigende Zinsen dann nicht mehr unterstützend auf die Aktienkurse, im Gegenteil, er wird dann zu einer Kursbelastung.

## Markteinschätzung der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Obwohl die politische Unsicherheit weltweit angesichts einer veränderten US-Politik, des bevorstehenden Brexit und richtungsweisender Wahlen in Europa zuletzt extreme Ausmaße erreicht hat, sind Anleger derzeit an den Aktienmärkten ausgesprochen gelassen. Dividentitel haussieren, die implizite Volatilität bewegt sich dies- und jenseits des Atlantiks auf historisch niedrigen Niveaus. Eine solche Divergenz ist mehr als ungewöhnlich. Offensichtlich gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass politische Ereignisse keine nennenswerten Auswirkungen auf die Aktienkurse haben werden. In Kombination mit einer hohen Bewertung birgt dies Rückschlagsrisiken.

US-Aktien setzen unbeirrt ihren Aufwärtstrend fort, trotz oder gerade weil die Fed an der Zinsschraube dreht. Dass sie sich traut, ist für Aktienbullen ein Zeichen für die Stärke der US-Wirtschaft, was für Aktien spricht. Falsch ist dieses Argument nicht. Schließlich bedeutet starkes Wachstum in der Regel auch steigende Unternehmensgewinne. Dies ist aber nur die halbe Wahrheit. Denn die Höhe der Nettoergebnisse ist die eine Sache, die andere Frage ist, mit welchem Vielfachen (Kurs-Gewinn-Verhältnis) diese bewertet werden. Die Analyse früherer Zinszyklen seit Ende des Zweiten Weltkriegs zeigt, dass in Zinserhöhungsphasen ein Großteil des Gewinnanstiegs durch eine Kontraktion der Bewertung kompensiert wird. Unter dem Strich steigen die Notierungen in dieser Phase sichtbar geringer (seit 1946: 5,5 Prozent p.a.) als im Zinstal (14 Prozent). Diesmal legte der S&P 500 seit der ersten Zinsanhebung im Dezember 2015 schon 17 Prozent zu und das, obwohl sich die Gewinnerwartungen in diesem Zeitraum lediglich um rund 7 Prozent verbessert haben. Mehr als die Hälfte des Kursanstiegs ist somit auf eine für diese Phase untypische Bewertungsexpansion zurückzuführen.

Betrachtet man die inzwischen erreichten Bewertungsniveaus, ist Vorsicht angebracht. Auf Basis der gängigsten Kennziffern (KGV, KBV, KCV und Dividendenrendite) bewegen sich US-Titel deutlich oberhalb des langfristigen „Normalbandes“ und sind damit teuer. Offensichtlich erhoffen sich Anleger von Deregulierung und US-Steuerpolitik massive Impulse für die Unternehmensgewinne. Mögliche negative Effekte durch eine restriktivere Handelspolitik scheinen bislang weitgehend ausgeblendet zu werden.

Früher als prognostiziert haben die international führenden Indizes ihr gegenwärtig fundamental abzuleitendes Kurspotenzial ausgeschöpft. Der obere Rand der von uns für 2017 veranschlagten DAX-Spanne bei 12.500 Punkten ist in Sichtweite. Nachhaltig höhere Notierungen sind u.E. wenig wahrscheinlich. Es bietet sich daher an, erst einmal Stärkephasen für Gewinnmitnahmen zu nutzen.





## Markteinschätzung der NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Derzeit beißt sich der DAX an der Marke von 12.000 Punkten die Zähne aus. In mehreren Anläufen schaffte es der deutsche Leitindex bisher nicht, diesen Widerstand nachhaltig zu überwinden. Zuletzt mehrten sich Zweifel daran, dass die Pläne von US-Präsident Trump für eine Steuerreform, Infrastrukturmaßnahmen und Deregulierungsschritte in dem Umfang umgesetzt werden und so schnell wirksam werden, wie dies zur Zeit noch in den Aktienkursen eingepreist wird. Immerhin hatten der Wahlsieg Trumps und seine vollmundigen Ankündigungen eine regelrechte Börsenrallye ausgelöst. Hier hat sich nun beträchtliches Enttäuschungspotenzial aufgebaut, zumal seine protektionistischen Vorhaben erhebliche negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben können. Auch die in diesem Jahr anstehenden Wahltermine in den Niederlanden, Frankreich, Deutschland und eventuell Italien bergen ein großes Maß an Unsicherheit für die Märkte.

Relativ sicher dürfte dagegen nach den jüngsten Arbeitsmarktdaten eine leichte Zinsanhebung in den USA in dieser Woche sein. Zwar ist das Zinsniveau immer noch niedrig, aber bei den aktuell schon recht hohen Bewertungen könnte sich ein Zinsschritt doch als Belastung erweisen. Außerdem stehen für das laufende Jahr noch weitere Leitzinserhöhungen auf der Agenda. Die EZB setzt dagegen erwartungsgemäß ihren geldpolitischen Kurs fort – ungeachtet der zuletzt deutlich angezogenen Inflationsraten im Euroraum. Da sich darin aber vor allem die Entwicklung der Energiepreise widerspiegelt, ist von einem demnächst wieder nachlassenden Phänomen auszugehen. Der jüngste Schwächeanfall der Ölpreise, die auf den tiefsten Stand seit fünf Monaten zurückfielen, sorgt mit Sicherheit für entspannte Mienen bei den Notenbankern. Allerdings dürfte spätestens in der zweiten Jahreshälfte der Druck auf die EZB zunehmen, ihre Anleihekäufe deutlicher zurückzufahren. Auf absehbare Zeit wird aber das zinspolitische Umfeld für Aktien weiter günstig bleiben.

Die Berichtssaison der Unternehmen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2016 ist noch nicht abgeschlossen. Bisher gab es Überraschungen sowohl auf der positiven als auch auf der negativen Seite. Die Ausblicke fallen mehrheitlich zurückhaltend aus, was angesichts der ungewöhnlich vielen Unwägbarkeiten nicht verwundern kann. Nennenswerte Impulse für den Gesamtmarkt gehen davon jedenfalls nicht aus. Aus Bewertungssicht wird das Potenzial für steigende Aktienkurse geringer. Hohe Dividenden, die in den kommenden Wochen zur Ausschüttung kommen und den Anlegern attraktive Dividendenrenditen bieten, sollten die Kurse jedoch selbst im Falle einer wahrscheinlicher gewordenen Korrektur stützen.

## Markteinschätzung der Weberbank Actiengesellschaft

Das fundamentale Umfeld ist von einer wenig dynamischen, aber soliden Weltwirtschaftsentwicklung und anziehenden Gewinnerwartungen der Unternehmen geprägt. Steigende Aktienmärkte sind möglich, ohne dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse dafür weiter zulegen müssten. Die Konjunkturindikatoren rechtfertigen eine positive Grundstimmung – außer in Brasilien sind in allen maßgeblichen Volkswirtschaften freundliche Geschäftsklimata vorherrschend. Zwar geben Wachstumsraten um die 2 Prozent in den USA und Europa keinen Anlass zu Überschwang, doch im Mittel erwartete 14 Prozent Gewinnsteigerung in Europa sind beachtlich, und auch die US-Unternehmen können nach einer längeren Durststrecke wieder positive Umsatz- und Gewinnentwicklungen präsentieren. Weitere Euphorie für die USA ist jedoch weniger gut begründbar als ein Nachholpotenzial Europas.

Ob das vorhandene Potenzial ausgeschöpft werden kann, ist wesentlich vom Einfluss der reich gespickten politischen Agenda abhängig. Der negative Fall, dass die EU nach den anstehenden Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland zu zerbrechen droht, ist derzeit unwahrscheinlich. In einen historischen Rahmen gesetzt, ist die Tendenz zu populistischer Politik nach Jahren kräftiger Globalisierungsschübe und nach Finanzkrisen typisch. Bereits seit 2012 ist ein Anstieg protektionistischer Maßnahmen der OECD-Staaten zu verzeichnen. Insbesondere in den USA hat die Globalisierung nicht nur Gewinner hervorgebracht, und die Mittelschicht profitiert nicht mehr vom Immobilienboom wie vor der Finanzkrise. In Europa hingegen liegen regional unterschiedliche politische Faktoren vor, es rückt im Norden nach rechts, im Süden nach links. Ein Ende der Sparpolitik in der EU ist aus verschiedener Motivation wahrscheinlich: entweder unter dem direkten Einfluss der Populisten, sollten sie an Macht gewinnen, oder als Strategie der etablierten Parteien zur Verbesserung der Stimmung in der Bevölkerung, um die Populisten abzuwehren.

Der Hoffnungsschub, den die US-Märkte in Erwartung einer wachstumsorientierten Fiskalpolitik bereits erfahren haben, stünde Europa dann noch bevor. Es ist nicht der einzige Grund, ein Nachholpotenzial der deutschen und europäischen Aktien gegenüber den USA auszumachen: Nach der Euphorie der Vorfreude treten die USA nun zunehmend in die Phase der Umsetzungsenttäuschungen ein. Die neue US-Regierung wird zunehmend unter Druck geraten, Inhalte zu liefern, und muss für maßgebliche Gesetzesvorhaben im Senat mit den Demokraten zusammenarbeiten. Zusätzlich sind die US-Aktienmärkte durch den schnellen Anstieg bereits überhitzt. Seit geraumer Zeit halten die Gewinne der Unternehmen nicht mehr mit den Kursen Schritt. Für Europa sprechen anziehende Gewinnschätzungen und eine weiterhin sehr expansive Geldpolitik, die ihre Ziele zwar nicht erreicht, aber die Aktienmärkte nicht am vorsichtigen Ausschöpfen ihrer Potenziale hindern wird. Besonders aussichstreich sind Unternehmen, die von einem festen US-Dollar profitieren und sich flexibel auf unterschiedliche Absatzmärkte ausrichten können.



## Markteinschätzung der BayernLB

Der Rückenwind für die Aktienmärkte durch global steigende Konjunktur-Frühindikatoren, die erwarteten expansiven Fiskalmaßnahmen der Trump-Regierung und das aufgehellte Bankensentiment (Unterstützung durch steilere Zinsstrukturkurve und Trump-Pläne zur Deregulierung) erscheint zunächst noch intakt. Mit den kräftigen Kurssteigerungen der letzten Monate wurde allerdings schon viel Positives vorweggenommen und der große Optimismus birgt Enttäuschungspotenzial. In Europa sind zudem Störfeuer von den politischen Risiken – vor allem in Zusammenhang mit der Präsidentschaftswahl in Frankreich – einzukalkulieren. Die erhöhte (wirtschafts-)politische Unsicherheit und der Prozess des harten Brexit dürften in Europa auch negative konjunkturelle Effekte mit sich bringen und die Erholung bremsen. Auf Sicht von drei bis sechs Monaten rechnen wir daher mit temporären Konsolidierungs- bzw. Korrekturphasen an den Aktienmärkten.

Gegen eine Trendwende nach unten innerhalb der nächsten zwölf Monate spricht jedoch erstens die stabile Weltwirtschaft. So rechnen wir für 2017 gestützt durch eine Wachstumserholung in den Schwellenländern sowie eine Konjunktdynamisierung in den USA mit einem Weltwirtschaftswachstum von 2,7 Prozent nach 2,5 Prozent im letzten Jahr. Zweitens sind die Unternehmensgewinne nach der Flaute 2016 wieder aufwärts gerichtet, wengleich die Steigerungsraten moderat bleiben dürften. Der lange Zeit negative Trend der Gewinnrevisionen hat sich im Zuge der positiven Entwicklung der Konjunktur-Frühindikatoren spürbar verbessert. Den Banken kommt zudem die steiler werdende Zinsstrukturkurve zugute. Drittens wirkt die global ultralockere Geldpolitik weiterhin unterstützend für Aktien. Die Fed wird zwar voraussichtlich im März die im laufenden Zyklus dritte Zinsanhebung auf 0,75 bis 1,0 Prozent vornehmen, der Zinserhöhungspfad bleibt aber flach und die Geldpolitik damit noch akkommodierend. Die EZB wiederum hat bereits eine Verlängerung ihres QE-Programms mit reduziertem monatlichen Kaufvolumen bis Ende 2017 beschlossen und dürfte dies dann nochmals prolongieren. Ein Tapering erwarten wir erst Mitte 2018. Eine Anhebung der Leitzinsen im Euro-Raum ist 2017 nicht zu erwarten. Viertens rechnen wir vorerst nicht damit, dass der Euro-Raum oder die EU als Ganzes durch die anstehenden Präsidentschafts- und Parlamentswahlen in Frage gestellt werden, auch wenn der Druck EU-feindlicher Kräfte hoch bleiben wird.

Das längerfristige Chance-Risiko-Verhältnis an den Aktienmärkten wird allerdings durch die – insbesondere in den Vereinigten Staaten – schon hohen Bewertungen getrübt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis von Zehnjahres-Durchschnittsgewinnen (Shiller-KGV) des S&P 500 liegt aktuell bei 29,8 gegenüber einem Durchschnittswert seit 1950 von 19,1. Deutlich höhere Werte wurden lediglich während der New-Economy-Blase erreicht, als das Shiller-KGV des S&P 500 bis auf rund 44 gestiegen war. Vor dem Kurseinbruch im Zuge der Finanzkrise 2008 lag es in der Spitze bei knapp 28 – also leicht niedriger als heute – und vor dem Börsencrash 1929 in der Spitze bei gut 32. Im Falle einer starken globalen Konjunkturabschwächung oder eines massiven Zinsanstiegs wären daher kräftige Kursverluste bei Aktien anzunehmen. Innerhalb der nächsten zwölf Monate rechnen wir allerdings nicht mit einem derartigen Szenario.



## Markteinschätzung der HSH Nordbank AG

Wir gehen davon aus, dass die Geldpolitik in den USA und der Eurozone weiterhin divergiert. Die zuletzt beobachteten Anstiege der Inflationsrate halten wir für vorübergehend. In den USA hingegen wächst der Preisdruck vom Arbeitsmarkt, der immer stärker in Richtung Vollbeschäftigung strebt. Daher sehen wir in diesem Jahr drei Zinsschritte der Fed, davon zwei in der ersten Jahreshälfte, während die Geldpolitik in der Eurozone weiter expansiv ausgerichtet bleiben wird. Der Zinszyklus hilft den US-Aktienmärkten nicht: weniger risikoreiche Anlageformen werden bei einem höheren Zinsniveau attraktiver und die gegenwärtig sehr hohen Bewertungsniveaus könnten bei höheren Zinsniveaus nicht mehr gerechtfertigt sein. Gleichzeitig bleibt in einem solchen Szenario der Aufwertungsdruck auf den Dollar hoch.

Darüber hinaus deutet sich an, dass sich die politischen Risiken in der Eurozone langsam abbauen. Vom letzten Anstieg der Umfrageergebnisse europafreundlicher Kandidaten haben die Aktienmärkte in der Eurozone bereits profitiert. Sollten sowohl die Wahlen in den Niederlanden als auch in Frankreich ohne Regierungsoption für die rechtspopulistischen Kandidaten ausgehen, werden die Aktienmärkte noch einmal profitieren. Ein weiteres Risiko stellt allerdings die Situation in der italienischen Politik sowie im Bankensektor dar. Aufgrund der Divergenzen in der Geldpolitik und einer vorsichtig optimistischen Haltung auf die europäische Politik sehen wir im Prognosezeitraum bei europäischen Aktien einen etwas stärkeren Aufwärtstrend als bei den US-Gegenstücken.


## Markteinschätzung der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Das Jahr 2016 verlief trotz beträchtlicher weltwirtschaftlicher Sorgen zu Jahresbeginn (Abwertung des chinesischen Yuan, Einbruch der Rohstoffpreise) und politischer Turbulenzen zur Jahresmitte (Brexit-Votum) in robusten Bahnen. Sowohl in Deutschland als auch im Euroraum lag die Wachstumsrate, wie schon 2015, über 1,5 Prozent und mithin auch oberhalb des Potenzialpfads. Die US-Wirtschaft konnte zwar, vor allem angesichts einer fortgesetzten Investitionsschwäche in der Ölindustrie im ersten Halbjahr, nur ein leicht unterdurchschnittliches Wachstumstempo realisieren. Zu Beginn des laufenden Jahres ist hier jedoch die Mehrzahl der Indikatoren auf eine Wachstumsbeschleunigung ausgerichtet: Die Stimmung von Unternehmen und Verbrauchern befindet sich nach dem überraschenden Wahlsieg Donald Trumps im Bereich mehrjähriger Höchststände, der US-Arbeitsmarkt überzeugt mit verlässlichen Jobzuwächsen und die Löhne beginnen ebenfalls stärker anzuziehen. Die Hoffnung auf eine wachstumsfreundliche Politik der neuen Regierung muss sich zwar noch bewähren. Sofern nur ein Teil der Versprechungen (Steuersenkung, Deregulierung) umgesetzt wird, dürfte dies jedoch für das Jahr 2017, vor allem aber für das Jahr 2018 eine Beschleunigung von Wachstum und Inflation bringen. Die zu erwartende vorsichtige Drosselung des geldpolitischen Expansionsgrades durch die US-Notenbank dürfte hier zunächst kaum ein Hindernis darstellen, da das reale Leitzinsniveau im Vergleich zu 2015 und 2016 praktisch unverändert bleibt.

Im Euroraum bleibt die Geldpolitik in den Jahren 2017 und 2018 eine zentrale Stütze der konjunkturellen Erholung, auch wenn die EZB ihr Anleihekaufprogramm ab dem Jahresanfang 2018 sukzessive zurückfahren dürfte. Risiken gehen von politischen Unwägbarkeiten, einer protektionistischen Politik der neuen US-Regierung und möglichen negativen Brexit-Folgen aus. Insgesamt dürfte das Wachstum jedoch auf einem ähnlich stabilen Pfad bleiben wie in den Jahren 2015 und 2016. Während der Preisdruck im Trend leicht ansteigt, dürfte er im längerfristigen historischen Vergleich angesichts weiter bestehender Unterauslastung in weiten Teilen des Euroraums gedämpft bleiben. Aufgrund der absehbar divergenten Geldpolitiken von Fed und EZB gehen wir von einem gegenüber dem Euro vergleichsweise starken US-Dollar aus. Die Erholung der Rohstoffpreise, die 2016 einsetzte, dürfte 2017 an Dynamik einbüßen. Zwar dürfte die OPEC ihre Förderbegrenzungen weitgehend einhalten und damit die Preise stützen. Das Schieferöl-Comeback sorgt jedoch auch für neues Angebot. Per Saldo dürften die Ölpreise in einem breiten Band seitwärts tendieren. Die Q4-Berichtssaison, welche sich nun dem Ende zuneigt, war deutlich stärker von positiven als von negativen Überraschungen geprägt. Und auch bei den Ausblicken überwogen die Anhebungen die Senkungen, wenngleich die meisten Unternehmen hier noch vage blieben. Das Gewinnrevisionsbild ist für diese Jahreszeit erfreulich, die 12-Monats-Forward-Gewinnsschätzungen legten zu. Da die Aktienmarkt-Bewertungen über ihre historischen Mediane hinaus anstiegen, erscheint uns das verbleibende Potenzial von Aktien zwar weiterhin höher als von anderen Assetklassen. Absolut betrachtet hat es sich jedoch trotz des fundamental betrachtet guten Umfelds stark reduziert. Mit den Wahlen in den Niederlanden, vor allem jedoch in Frankreich, besteht daher nun temporär ein gewisses Konsolidierungsrisiko. Im Falle eines guten Wahlausgangs dürfte der CAC 40 etwas Nachholpotenzial haben, da dieser seit Jahresbeginn etwas zurück blieb.



## Kontaktinformationen

	<p><b>BayernLB</b>          Manfred Bucher, CFA          Investment Research, Senior Analyst Aktienstrategie          Briener Straße 18, 80333 München          Tel. 089/21 71- 2 17 13          E-Mail: <a href="mailto:manfred.bucher@bayernlb.de">manfred.bucher@bayernlb.de</a></p>
	<p><b>DekaBank</b>          Joachim Schallmayer, CFA          Senior Stratege          Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt am Main          Tel. 069/71 47-38 07          E-Mail: <a href="mailto:joachim.schallmayer@deka.de">joachim.schallmayer@deka.de</a></p>
	<p><b>Helaba</b>          Markus Reinwand, CFA          Aktienmarktstrategie, Volkswirtschaft/Research          Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt am Main          Tel. 069 /91 32-47 23          E-Mail: <a href="mailto:Markus.Reinwand@helaba.de">Markus.Reinwand@helaba.de</a></p>
	<p><b>HSH Nordbank</b>          Patrick Harms          Analyst, Abteilung Volkswirtschaft &amp; Research          Gerhart-Hauptmann-Platz 50, 20095 Hamburg          Tel: 040/3333-15207          E-Mail: <a href="mailto:Patrick.Harms@hsh-nordbank.com">Patrick.Harms@hsh-nordbank.com</a></p>
	<p><b>LBBW</b>          Uwe Streich          Aktienstrategie, Strategy Research          Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart          Tel: 0711/1 27-7 40 62          E-Mail: <a href="mailto:Uwe.Streich@lbbw.de">Uwe.Streich@lbbw.de</a></p>

	<p><b>NORD/LB</b> Volker Sack Leiter Aktien- und Fondsresearch Head of Company Research Friedrichwall 10, 30159 Hannover Tel. 0511/3 61-53 53 E-Mail: <a href="mailto:volker.sack@nordlb.de">volker.sack@nordlb.de</a></p>
	<p><b>Weberbank</b> Oliver Borgis, CFA Leiter Vermögensverwaltung Hohenzollerndamm 134, 14199 Berlin Tel. 030/897 98 - 506 E-Mail: <a href="mailto:oliver.borgis@weberbank.de">oliver.borgis@weberbank.de</a></p>

---

Herausgeber:  
Bundesverband Öffentlicher  
Banken Deutschlands, VÖB  
Lennéstraße 11, 10785 Berlin  
Postfach 11 02 72, 10832 Berlin  
Telefon 0 30/81 92-0  
Telefax 0 30/81 92-2 22  
E-Mail: [postmaster@voeb.de](mailto:postmaster@voeb.de)  
Internet: [www.voeb.de](http://www.voeb.de)

Redaktion: Norman Schirmer

Stand: 14. März 2017

Herstellung:  
DCM · Druck Center Meckenheim



**100 Jahre**  
**Bundesverband**  
**Öffentlicher Banken**  
**Deutschlands**