

August 2019

- **Editorial: Ökonomische Unsicherheit**

- **EWU-Konjunktur: Wachstumsschwäche wird wohl noch einige Zeit anhalten**
Für Deutschland wird es in Sachen ‚drohender Rezession‘ langsam eng
Mäßiges BIP-Wachstum auch 2020
Noch keine Beschleunigung der Inflation in Sicht

- **US-Konjunktur: Anscheinend robuster als befürchtet**
Kein Absturz der Industrie
Moderates BIP-Wachstum voraus
Weiterhin mäßiger Preisanstieg

- **Rentenmarkt: Renditeverfall setzt sich fort**
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bleibt negativ
Neue EZB-Präsidentin dürfte ultraexpansiven Kurs fortsetzen
Einengung der Risikoprämien dank EZB

- **Aktienmarkt: Kurspotenzial zunächst ausgereizt**
2019 ist bisher weltweit meist ein gutes Aktienjahr
Fed macht US-Aktien Beine
Aktien bleiben langfristig eine Anlagealternative
Risiken werden zu wenig gewürdigt

Team Chief Investment Strategy PB

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie Postbank
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: 24. Juli 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.

Ökonomische Unsicherheit

Sehr geehrte Damen und Herren,

die deutsche Wirtschaft befindet sich seit Mitte letzten Jahres in einem ausgeprägten Konjunkturabschwung. In der zweiten Jahreshälfte 2018 ist sie dabei nur knapp an einer Rezession vorbeigeschrammt. Der Jahresauftakt 2019 fiel mit einem BIP-Wachstum von 0,4% gegenüber Vorquartal zwar unerwartet gut aus. Einiges spricht aber dafür, dass der Zuwachs von Sondereffekten getragen wurde, die sich in dieser Form im weiteren Jahresverlauf nicht wiederholen werden. Konjunkturelle Frühindikatoren deuten dementsprechend auch auf ein sehr verhaltenes Wachstum im zweiten und dritten Quartal. Der Konjunkturabschwung ist keinesfalls ein rein deutsches Phänomen, auch wenn er hierzulande etwas früher einsetzte und aufgrund hausgemachter Probleme im Automobilsektor zumindest in der frühen Phase stärker ausgeprägt war als in anderen Ländern.

Die Ursachen für die Verlangsamung des BIP-Wachstums sind vielfältig. Einen wesentlichen Belastungsfaktor für die Konjunkturentwicklung stellen die Handelskonflikte der USA dar. Als die US-Regierung unter Donald Trump Anfang 2018 damit begonnen hat, Strafzölle gegen wichtige Handelspartner zu verhängen, befand sich die deutsche Wirtschaft noch in einem dynamischen Konjunkturaufschwung mit ersten Anzeichen einer Überhitzung. Im weiteren Jahresverlauf machten sich im Außenhandel dann die dämpfenden Effekte der veränderten US-Handelspolitik bemerkbar. Im zweiten und dritten Quartal 2018 reduzierte sich der Außenbeitrag deutlich, was das BIP-Wachstum in Deutschland im Gesamtjahr letztendlich um 0,4 Prozentpunkte dämpfte. Nur dank einer stabilen, dynamischen Inlandsnachfrage blieb ein Abgleiten der Wirtschaft in eine Rezession aus.

Auch die Entscheidung der Briten, die EU zu verlassen, und der drohende ungeordnete Brexit hat nachhaltige Spuren in der

Außenhandelsbilanz Deutschlands hinterlassen. Die Exporte chemischer Produkte aus Deutschland in Richtung Großbritannien sind seit dem Referendum Mitte 2016 um mehr als 40% gesunken, die Exporte der Automobilindustrie um mehr als 20%. Dies ist eine Folge der gestiegenen Unsicherheit in Großbritannien, die zu einer nachhaltigen Dämpfung des BIP-Wachstums geführt und damit auch die Exporte der deutschen Unternehmen belastet hat. Gleichzeitig verlor das britische Pfund wegen der erhöhten Unsicherheit und verschlechterten wirtschaftlichen Lage in Großbritannien gegenüber dem Euro kräftig an Wert, was die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportunternehmen beeinträchtigt hat.

Mit einer schnellen Trendwende zum Besseren ist aus heutiger Sicht kaum zu rechnen. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China scheint festgefahren. Zu tief sind die Differenzen beider Länder in zentralen Fragen der Industrie- und Handelspolitik. Deutschland ist als eine der führenden Exportnationen von diesem Handelsstreit besonders stark betroffen, auch wenn die USA bisher nur in sehr wenigen Bereichen wie Aluminium und Stahl Strafzölle gegen EU-Staaten verhängt haben. Wegen der global vernetzten Liefer- und Produktionsketten lassen sich die Auswirkungen bilateraler Strafzölle eben nicht mehr auf einzelne Staaten begrenzen. Außerdem hängt über der deutschen Industrie immer noch das Damoklesschwert drohender US-Strafzölle auf Autoimporte aus der EU. Donald Trump hat die Entscheidung darüber nur vertagt, vom Tisch sind diese Maßnahmen noch lange nicht. Es bleibt nur zu hoffen, dass es in den Verhandlungen über einen Zollabbau mit den USA schnell zu Fortschritten kommt. Andernfalls wird Donald Trump, wie schon häufig, Zölle als Druckmittel im Verhandlungsprozess auch gegen die EU einsetzen.



Dr. Marco Bargel,
Chefinvestmentstrategie
Postbank

Auch der wahrscheinliche Fortgang im Brexit-Prozess dürfte für die Konjunktur-entwicklung in diesem Jahr nicht gerade hilfreich sein. Der neue Premierminister Boris Johnson hat bereits angekündigt, auch einen unregelmäßigen Brexit in Kauf zu nehmen, sollte die EU nicht zu Zugeständnissen beim ausgehandelten Austrittsvertrag bereit sein. Kommt es Ende Oktober zu einem Austritt ohne Vertrag, droht ein massiver wirtschaftlicher Schaden in Großbritannien, aber auch in den verbleibenden EU-Staaten. In Kombination mit einer möglichen Eskalation des US-Handelsstreits könnte ein harter Brexit dann auch in Deutschland zu einer rezessiven Entwicklung führen.

Die Unberechenbarkeit der politischen Einflussfaktoren macht Prognosen zur Konjunktur-entwicklung aktuell sehr unsicher. Mehr denn je haben BIP-Prognosen heute eher den Charakter von Szenarien, bei denen die weitere Entwicklung aus spezifischen Annahmen zum Fortgang des Brexits und der Handelskonflikte abgeleitet wird. Bleiben die Handelskonflikte und die Brexit-Frage weiterhin ungelöst, ist aber

auch der durch die anhaltende Unsicherheit bei Unternehmen und Verbrauchern verursachte wirtschaftliche Schaden kaum mehr gut zu machen. Nicht selten wird von Unternehmen, Verbänden und Politikern heute die Meinung vertreten, eine Lösung in der Brexit-Frage, egal welcher Art, sei besser als eine andauernde Unsicherheit. Tatsächlich dürfte der mit der Unklarheit verbundene ökonomische Schaden inzwischen ein Ausmaß erreicht haben, das die mit einem harten Brexit verbundenen Belastungen nach dem „Tag X“ relativiert.

Dennoch sollte die Politik weiter darauf hinarbeiten, die Briten nach dem Austritt eng an die EU anzubinden. Denn ungeachtet der kurzfristigen, konjunkturellen Schäden sind die langfristigen Auswirkungen einer politischen und ökonomischen Spaltung in Europa kaum zu beziffern. Dies gilt erst recht auch mit Blick auf den US-Handelsstreit, bei dem es gilt, den freien Handel zu verteidigen und eine neue Epoche protektionistischer Handelspraktiken zu verhindern.

Ihr



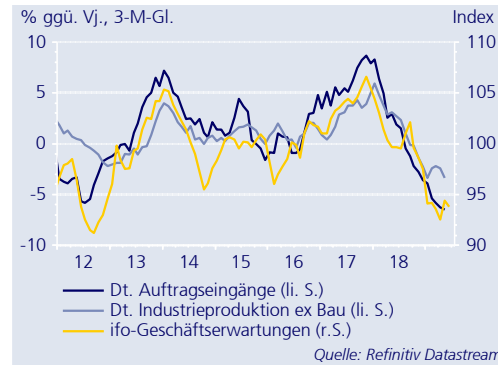
EWU-Konjunktur: Wachstumsschwäche wird wohl noch einige Zeit anhalten

Für Deutschland wird es in Sachen 'drohender Rezession' langsam eng

Die EWU-Industrieproduktion ist im Mai gegenüber dem Vormonat um 0,9% gestiegen. Die Erwartungen wurden damit deutlich übertroffen. Das Ergebnis gibt allerdings eher Anlass zur Erleichterung als Grund zum Jubeln. Es ist zwar geeignet, Befürchtungen zu begegnen, dass der Euroraum am Rande einer gesamtwirtschaftlichen Rezession stehen könnte, weist aber keineswegs auf eine konjunkturelle Beschleunigung hin. Vergleicht man die Produktion in den ersten beiden Monaten des 2. Quartals mit dem Ausstoß im 1. Quartal, so zeichnet sich vorbehaltlich der Entwicklung im Juni in etwa Stagnation in der Industrie ab. Dies wiederum lässt erwarten, dass das BIP-Wachstum im 2. Quartal niedriger ausgefallen sein sollte als in der Vorperiode, als es um 0,4% zugelegt hatte. Insofern stützt das Produktionsergebnis unsere Erwartung eines Quartalswachstums von 0,2%, bei weitgehend ausgeglichenen Risiken auf der Ober- und Unterseite.

Auch die deutsche Industrie meldete sich mit einem kleinen Lichtblick zurück. Hierzulande legte die Produktion im Mai im Vormonatsvergleich um 0,3% zu. Angesichts des kräftigen Rückgangs um 2,0% im April ist dies jedoch nur ein schwacher Trost. Allerdings wurde das Gesamtergebnis im Mai durch einen kräftigen Rückgang der Bauproduktion, die damit im April und Mai den erwarteten Rückgang auf das witterungsbedingt starke 1. Quartal zeigte, nach unten verzerrt. Ex Bau ergab sich im Mai ein Zuwachs um 0,7%, im Verarbeitenden Gewerbe sogar um 0,9%. Dies ändert aber nichts daran, dass die Industrie das deutsche BIP-Wachstum im 2. Quartal wohl belastet haben dürfte. Sollte die Produktion ex Bau im Juni stagniert haben, ergäbe sich gegenüber dem 1. Quartal ein Minus von rund 1,3%. Zusammen mit der Korrekturbewegung bei der Bauproduktion birgt dies durchaus ein Risiko, dass sich

Deutsche Industrie (ex Bau) steckt noch mitten im Abwärtstrend



unsere BIP-Prognose einer gesamtwirtschaftlichen Stagnation im 2. Quartal als noch zu optimistisch erweisen könnte.

Überdies kann man nicht davon ausgehen, dass der jüngste Produktionszuwachs im Verarbeitenden Gewerbe bereits den Beginn einer Trendwende zum Besseren markiert. Im Gegenteil: Es dominieren weiterhin die Schwächesignale. So sind die Auftragseingänge im Mai um 2,2% gegenüber dem Vormonat gesunken. Die Vorjahresrate sackte dadurch auf -8,6% – der schlechteste Wert seit 2009. Dies deutet darauf hin, dass die Produktion (ex Bau) auch im 3. Quartal weiter sinken könnte. Hinzu kommt, dass die ifo-Geschäftserwartungen nur geringfügig höher liegen als im Sommer/Herbst 2012, als sie die Rezession vom Winterhalbjahr 2012/13 richtig angezeigt hatten. Der Grat zwischen Wachstumsschwäche und gesamtwirtschaftlicher Rezession könnte damit sehr schmal werden. Wir gehen bislang aber weiterhin davon aus, dass anhaltend starke Bauinvestitionen und ein weiterhin solide wachsender privater Verbrauch die deutsche Wirtschaft vor breit angelegten rezessiven Tendenzen bewahren werden. Hierzu wäre jedoch eine baldige Trendwende bei den Erwartungen der Unternehmen sehr hilfreich, bevor die Investitionstätigkeit und im Anschluss via Arbeitsmarkt der private Verbrauch nachhaltig beeinträchtigt werden.

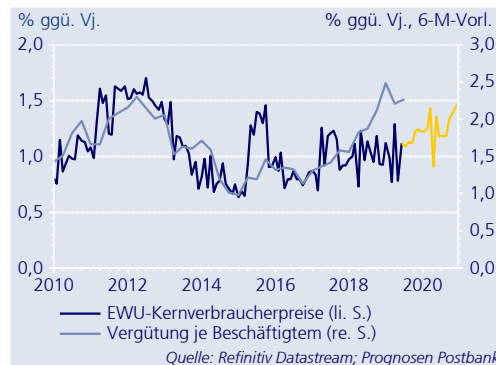
Mäßiges BIP-Wachstum auch 2020

Für das 2. Halbjahr 2019 rechnen wir für Deutschland und den Euroraum mit Quartalwachstumsraten von jeweils um die 0,2%. Dabei sind die Abwärtsrisiken für die hiesige Wirtschaft etwas höher. Dies gilt dann natürlich auch für die von uns erwarteten Jahreswachstumsraten für 2019 von 0,7% für Deutschland und von 1,1% für die EWU. Sofern sich die Handelsstreitigkeiten auf internationaler Ebene nicht kurzfristig in Wohlgefallen auflösen und sich zudem nicht schnell abzeichnen sollte, dass es doch noch gelingt, den Brexit auf Basis eines umfassenden Abkommens geordnet durchzuführen, dürfte die Wachstumsschwäche bis ins kommende Jahr hinein anhalten. Wir rechnen daher für die EWU auch für 2020 nur mit einem BIP-Zuwachs von 1,0%. Unsere Prognose für Deutschland liegt zwar mit 1,2% etwas höher. Dies ist aber einem hierzulande positiv wirkenden Arbeitstageeffekt geschuldet. Kalenderbereinigt erwarten wir lediglich ein Plus von 0,8%

Noch keine Beschleunigung der Inflation in Sicht

Die EWU-Inflationsrate stieg im Juni leicht von 1,2% auf 1,3%. Dabei ließ der von den Energiepreisen ausgehende Aufwärtsschub auf das Preisniveau deutlich nach. Der Faktor Energie verteuerte sich im Vorjahresvergleich nur noch um 1,7% nach

Löhne sollten Kerninflation leicht antreiben – zumindest perspektivisch



noch 3,8% im Mai. Dagegen sprang die Kerninflation von 0,8% auf 1,1%. Angesichts des Umstandes, dass diese in den letzten Monaten überwiegend in Folge von Kalendereffekten stark geschwankt hat, können wir uns vorstellen, dass es im Juli schon wieder zu einer Gegenbewegung kommt. Die höhere Kerninflation signalisiert damit nicht den Startschuss zur Etablierung eines Aufwärtstrends. Dieser sollte aber im nächsten Jahr einsetzen, sofern sich die Lohndynamik auf dem jetzt erreichten Niveau stabilisieren oder sogar weiter zulegen sollte. Starke Auswirkungen auf die gesamte Teuerung werden davon aber vorläufig noch nicht ausgehen. 2019 und 2020 sollte die EWU-Inflationsrate jeweils bei 1,3% liegen.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

	Deutschland			Euroraum		
	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e
Reales BIP in % ggü. Vj.	1,4	0,7	1,2	1,9	1,1	1,0
Privater Verbrauch	1,1	1,7	1,0	1,3	1,1	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	2,6	2,6	2,6	3,4	2,6	1,0
Staatsverbrauch	1,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,3
Exporte	2,0	2,1	2,0	3,2	2,2	2,0
Importe	3,3	3,3	2,4	3,2	2,8	2,2
Außenbeitrag*	-0,4	-0,4	0,0	0,2	-0,2	0,0
Lagerinvestitionen*	0,5	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	0,0
Arbeitslosenquote in %	5,2	5,0	4,9	8,2	7,5	7,3
Inflationsrate in %	1,8	1,6	1,6	1,8	1,3	1,3
Staatl. Finanzierungssaldo**	1,7	0,8	0,5	-0,5	-1,0	-1,0

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

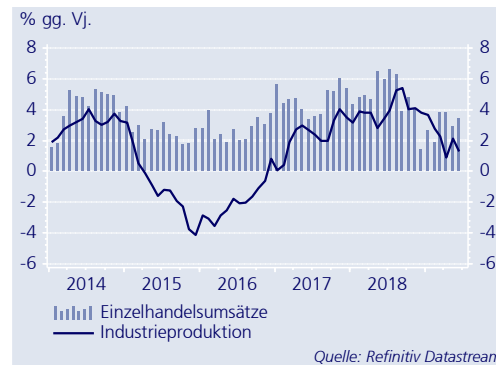
US-Konjunktur: Anscheinend robuster als befürchtet

Kein Absturz in der Industrie

Die Entwicklungen in der US-Industrie am aktuellen Rand fügen sich problemlos in das Gesamtbild ein, das der Sektor im bisherigen Jahresverlauf zeichnet. So legten die Auftragseingänge langlebiger Güter (ohne den volatilen Transportsektor) im Mai um bescheidene 0,3% zu, womit aber der leichte Abwärtstrend der Vormonate gestoppt wurde. Die US-Industrieproduktion wiederum stagnierte im Juni. Das schwache Ergebnis resultierte aber vor allem aus einem deutlich sinkenden Ausstoß bei den Strom- und Gasversorgern, während die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe um 0,4% zulegen konnte. Die Grundtendenz war damit zuletzt gar nicht so ungünstig. Dies konnte aber nicht verhindern, dass die Industrieproduktion insgesamt im 2. Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,3% gesunken ist, womit dieser Sektor das BIP-Wachstum im Frühjahrsquartal offensichtlich leicht belastet hat. Das Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals übertraf die Industrieproduktion im 2. Quartal gerade noch um 1,4%, womit die Dynamik seit dem Sommer 2018 markant gesunken ist. Auf der Habenseite ist jedoch zu verbuchen, dass die Entwicklung im Vorjahresvergleich nach wie vor positiv ist. Selbst wenn die Vorjahresrate in den kommenden Monaten leicht in den negativen Bereich abrutschen sollte, würde sich die Industrie damit immer noch in einer Verfassung präsentieren, die schwerlich mit einer Stagnation oder gar Rezession der Gesamtwirtschaft vereinbar wäre. So unterschritt der industrielle Ausstoß z.B. Ende 2015, als die US-Wirtschaft über zwei Quartale hinweg nahezu stagnierte, sein Vorjahresniveau um rund 4%.

Davon ist der industrielle Sektor der USA derzeit aber weit entfernt. Diese Einschätzung wird durch diverse Sentimentindikatoren gestützt. So setzte sich zwar der Abwärtstrend des ISM-Indexes im Juni fort. Der Rückgang war mit 0,4 Punkten aber eher mäßig. Zudem behauptete sich dieser

Auf den Einzelhandel ist Verlass – Industrie zeigt sich durchwachsen



wichtigste Indikator für die US-Industrie mit 51,7 Punkten oberhalb der Expansionsgrenze von 50 Punkten. Einen Kontrapunkt zu der sich der tendenziell verschlechternden Stimmungslage setzte der Philadelphia Fed Index. Dieser sprang im Juli von 0,3 auf 21,8 Punkte. Dies ist nicht nur der höchste Stand seit einem Jahr, sondern vor allem verzeichnete der Index seinen stärksten Monatsanstieg seit Juni 2009, als sich die US-Wirtschaft aus der „Großen Rezession“ herausarbeitete. Auffallend ist überdies, dass die Subindizes für die Zahl der Beschäftigten sowie für die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ebenfalls nicht nur steile Anstiege zu verzeichnen hatten, sondern jeweils auch sehr hohe Niveaus erreichten, was auf eine spürbar steigende Kapazitätsauslastung schließen lässt. Dies reicht noch nicht aus, um für die US-Industrie schon wieder bessere Zeiten auszurufen, spricht aber ganz klar gegen einen konjunkturellen Absturz.

Moderates BIP-Wachstum voraus

Anders als in der Industrie ist im Einzelhandel von Schwäche nichts zu sehen. Im Juni stiegen die Umsätze gegenüber dem Vormonat um 0,4%. Ohne Kraftstoffe lag das Umsatzplus sogar bei 0,7%. Derselbe Zuwachs war auch bei der sogenannten Kontrollgruppe (ohne Nahrungsmittel,

Kraftstoffe, Baumaterialien und Autos) zu verzeichnen, die direkt in die Berechnung des privaten Verbrauchs einfließt. Diesbezüglich hat es im 2. Quartal in jedem einzelnen Monat ein beachtliches Plus gegeben, was darauf hindeutet, dass das BIP-Wachstum im Frühjahrsquartal einen ordentlichen Impuls vom privaten Verbrauch erhalten hat.

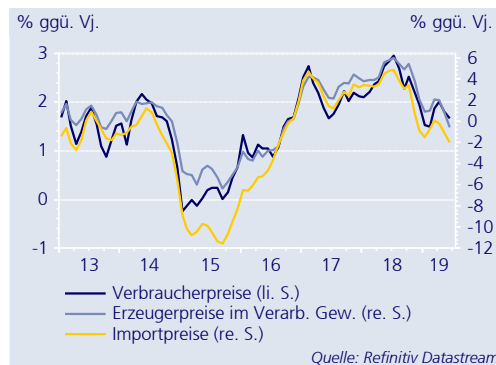
Gleichwohl rechnen wir für das 2. Quartal mit einem Rückgang der annualisierten BIP-Wachstumsrate von 3,1% auf 1,5%. Nachfrageseitig ist nämlich vor allem beim Lageraufbau, der zuvor einen kräftigen Wachstumsbeitrag geleistet hatte, mit einem spürbaren negativen Rückprall zu rechnen. Im weiteren Verlauf dieses Jahres wird dann zwar wohl die Belastung von dieser Seite deutlich nachlassen. Dafür dürfte der Außenhandel die konjunkturelle Dynamik bremsen. Zugleich sollte sich der Zuwachs beim privaten Verbrauch moderieren, so dass die US-Wirtschaft wohl vorläufig Wachstumsraten von weniger als 2% erzielen wird. Im Verlauf des kommenden Jahres sollte die Dynamik dann wieder zunehmen. Die für die nähere Zukunft erwarteten Leitzinssenkungen dürften dann ihre Wirkung entfalten, wobei wir unterstellen, dass deren Effekt nicht durch negative Impulse, die aus den Handelskonflikten resultieren könnten, überkompensiert wird. Für das Gesamtjahr 2019 rechnen wir aufgrund des starken Jahresauftakts mit einem BIP-Wachstum von 2,5%. Im kommenden Jahr dürfte dieses auf 1,9% nachgeben.

Prognosen Postbank

	USA		
	2018	2019e	2020e
Reales BIP in % ggü. Vj.	2,9	2,5	1,9
Privater Verbrauch	2,6	2,3	2,0
Bruttoanlageinvestitionen	5,2	2,7	2,7
Staatsverbrauch	1,5	2,1	2,1
Exporte	4,0	1,5	2,8
Importe	4,5	1,2	3,3
Außenbeitrag*	-0,3	0,0	-0,2
Lagerinvestitionen*	0,1	0,1	-0,2
Inflationsrate in %	2,4	1,6	2,0

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Vorstufen generieren leichten Abwärtssog auf die Verbraucherpreise



Weiterhin mäßiger Preisanstieg

Die US-Verbraucherpreise sind im Juni im Vormonatsvergleich um 0,1% gestiegen. Dabei drückten die um 2,3% gesunkenen Energiepreise das Ergebnis nach unten. Gleichzeitig zogen jedoch die Kernverbraucherpreise gegenüber dem Vormonat vergleichsweise kräftig um 0,3% an, nachdem die Monatsrate zuvor viermal in Serie lediglich bei 0,1% gelegen hatte. Durch den deutlichen Anstieg im Juni erhöhte sich die Kerninflationsrate von 2,0% auf 2,1%, während die Inflationsrate von 1,8% auf 1,6% nachgab. Anzeichen für eine nachhaltige und deutliche Beschleunigung des Preisauftriebs sind derzeit nicht zu erkennen. Hinsichtlich der kommenden Monate müsste sich dies bereits in den Import- oder Erzeugerpreisen zeigen, also den Stufen, die den Verbraucherpreisen vorgelagert sind. Hier deuten die Entwicklungen aber eher darauf hin, dass der Anstieg der Verbraucherpreise eher noch leicht unter Druck geraten könnte. Auf etwas längere Sicht sind die Lohnkosten zu beachten. Diese steigen in einem soliden Tempo, zeigen aber keine Anzeichen einer deutlichen Beschleunigung. Letztlich gibt diese Gemengelage weder Anlass zu Inflationsorgen noch zu Deflationsbefürchtungen. Aufgrund des Ölpreises, der in diesem Jahr im Durchschnitt hinter dem Niveau von 2018 zurückbleiben sollte, rechnen wir für 2019 mit einem Rückgang der Inflationsrate auf 1,6%. Im kommenden Jahr dürfte diese dann auf 2,0% steigen

Heinrich Bayer

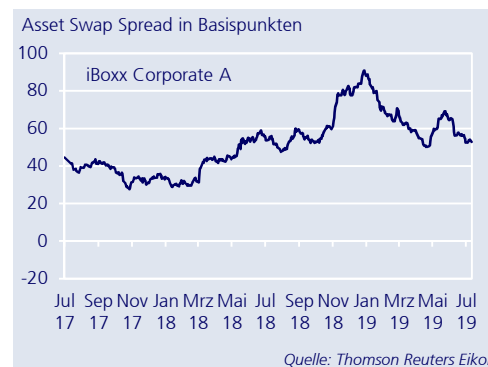
Rentenmarkt: Renditeverfall setzt sich fort

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bleibt negativ

Die Kapitalmarktrenditen kannten auch im Vormonat zunächst nur eine Richtung, nämlich abwärts. Mit $-0,41\%$ erreichten 10-jährige Bundesanleihen Anfang Juli erneut ein historisches Renditetief. Auch die Renditen von US-Treasuries gingen weiter zurück, im 10-Jahresbereich lagen sie das erste Mal seit $2\frac{1}{2}$ Jahren wieder unter 2% . Im weiteren Monatsverlauf kam es dann zu einer moderaten Gegenbewegung an den Rentenmärkten. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zog dabei bis auf $-0,22\%$ an, die von US-Treasuries gleicher Laufzeit bis auf $2,15\%$. Allerdings währte der Aufwärtstrend nur kurz. Nach einem erneuten Rückgang liegt die Rendite von Bundesanleihen aktuell bei $-0,34\%$.

Wesentliche Treiber des Renditerückgangs waren die sich verstärkenden Zinssenkungserwartungen im Euroraum und in den USA. Auch die anhaltenden (geo-) politischen Risiken sowie schwache Konjunkturdaten taten ihr Übriges und schickten die Renditen zunächst auf Talfahrt. Dass die Renditen nicht noch weiter gefallen sind, dürfte unerwartet guten Inflations- und Arbeitsmarktzahlen aus den USA zu verdanken sein. Dies hat die Erwartungen eines aggressiven Zinssenkungskurses jenseits des Atlantiks gedämpft. Auch haben die Inflationserwartungen, nachdem sie Anfang Juli auf ein historisches Tief gefallen waren, wieder moderat angezogen. Offensichtlich glauben die Märkte nun wieder eher daran, dass die Währungshüter ihr Mandat einer Stabilisierung der Inflationsrate bei rund 2% erfüllen können. Die veränderte Kommunikation von EZB und US-Notenbank, insbesondere die Ankündigung einer raschen Lockerung der Geldpolitik, kann insofern als erfolgreich angesehen werden, auch wenn die Effekte einer weiteren Absenkung des Einlagenzinses im Euroraum auf die Inflation eher gering sein dürften.

Unternehmensanleihen wieder deutlich teurer (Corporate A)



Aktuell spricht nichts für einen nachhaltigen Anstieg der Renditen im Euroraum. Die Geldpolitik dürfte noch für eine sehr lange Zeit expansiv bleiben. Gleichzeitig verharrt die Inflation auf einem moderaten Niveau, so dass sich die Inflationserwartungen unterhalb des EZB-Zielwerts von knapp 2% festsetzen sollten. Wir gehen daher davon aus, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf absehbare Zeit im negativen Bereich bleiben wird und mit $-0,15\%$ in einem Jahr nur moderat über dem aktuellen Niveau liegen dürfte.

Neue EZB-Präsidentin dürfte ultra-expansiven Kurs fortsetzen

Vertreter der Notenbanken im Euroraum und in den USA haben die Erwartung einer unmittelbar bevorstehenden Trendwende bei den Leitzinsen in den vorangegangenen Wochen bestätigt. Insofern gab es aus Marktsicht keine neuen Informationen bzw. Impulse seitens der Geldpolitik. Von grundsätzlicher Bedeutung für die Geldpolitik im Euroraum dürfte aber die Nominierung eines Nachfolgers für EZB-Präsident Draghi, der Ende Oktober aus dem Amt ausscheidet, sein. Nach der Wahl Ursula von der Leyens zur neuen EU-Kommissionspräsidentin sollte die Umsetzung des von den Regierungen der EU-Mitgliedstaaten ausgehandelten Personalpakets reine Formsache sein. Dieses sieht

vor, dass Christine Lagarde Anfang November von Mario Draghi das Amt des EZB-Präsidenten übernimmt. Lagarde, die bisher dem IWF vorsteht, ist geldpolitisch ein unbeschriebenes Blatt. Sie wäre die erste Nicht-Ökonomin und auch die erste Präsidentin ohne Notenbankerfahrung an der Spitze der EZB.

Gleichwohl verfügt sie als französische Wirtschafts- und Finanzministerin sowie als langjährige Präsidentin des IWF über umfangreiche Erfahrungen in der Kommunikation politischer Entscheidungen und ökonomischer Sachverhalte, was angesichts der für die Geldpolitik sehr wichtigen Kapitalmarktkommunikation eine zentrale Grundvoraussetzung für den Posten darstellt. Äußerungen aus ihrer Zeit als Ministerin und IWF-Chefin legen nahe, dass die EZB unter Lagarde weiterhin einen pragmatischen, im Zweifelsfall eher lockeren geldpolitischen Kurs fahren wird. Lagarde dürfte den von zahlreichen geopolitischen Risiken ausgehenden dämpfenden Konjunkturreffekten dementsprechend eine stärkere Bedeutung beimessen als den mit einer langanhaltenden Niedrigzinspolitik verbundenen Risiken für die Inflation und Finanzmarktstabilität. Eine schnelle Normalisierung des Zinsniveaus im Euroraum ist somit eher nicht zu erwarten.

die bei Anleihen hochverschuldeter Euro-Staaten auftreten könnten, verhindern wird. Darüber hinaus spielt für die starke Performance italienischer Staatsanleihen am aktuellen Rand auch eine Rolle, dass die EU-Kommission Anfang Juli entschieden hat, vorerst auf ein Defizitverfahren gegen Italien zu verzichten.

Nach der jüngsten Einengung der Risikoprämien befinden sich die Renditeaufschläge zwar noch oberhalb der Tiefstände, die Anfang 2018 erreicht wurden. Angesichts der fundamentalen Risiken, die vom Konjunkturabschwung und politischen Umfeld ausgehen, ist das aktuelle Niveau allerdings als eher teuer einzustufen. Vor allem italienische Staatsanleihen bleiben für Rückschläge anfällig. Das BIP-Wachstum in Italien dürfte auch in den kommenden Quartalen schwach bleiben, was die Bedienung der sehr hohen Staatsschulden nicht gerade vereinfacht. Auch ist ein mögliches Strafverfahren gegen Italien noch nicht vom Tisch. Im Herbst müssen die EU-Länder ihre Entwürfe für den Staatshaushalt 2020 vorlegen. Sofern die italienische Regierung nicht bereit ist, erhebliche Abstriche von ihren teuren Wahlversprechen zu machen, ist ein Wiederaufflammen des Konflikts mit der EU-Kommission programmiert.

Dr. Marco Bargel

Einengung der Risikoprämien dank EZB

Unternehmensanleihen und Anleihen der EWU-Staaten haben von der sich abzeichnenden Trendwende in der EZB-Geldpolitik stark profitiert. Seit der EZB-Ratssitzung Anfang Juni hat sich der Swap Spread von Unternehmensanleihen mit einem A-Rating von rund 70 Basispunkten auf 53 Basispunkte eingengt. Im selben Zeitraum ist der Renditeaufschlag 10-jähriger französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen um 16 Basispunkte auf 24 Basispunkte gefallen. Am meisten macht sich der veränderte geldpolitische Ausblick aber bei italienischen Staatsanleihen bemerkbar. Hier ist der Spread zu Bundesanleihen seit Anfang Juni um fast 100 Basispunkte zurückgegangen. Offensichtlich hält der Markt es für wahrscheinlich, dass die EZB die Anleiheankäufe bei Bedarf wieder aufnimmt und strukturelle Verwerfungen,

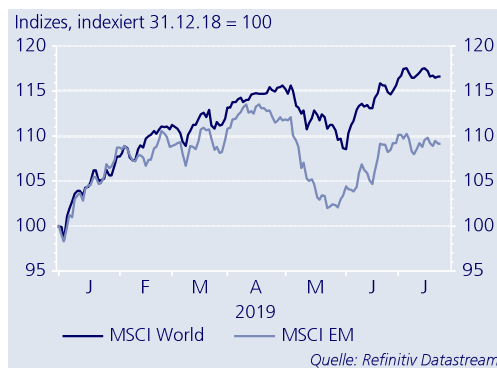
Prognosen Postbank

	24.07.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	2,25-2,50	1,75-2,00	1,50-1,75
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	0,75
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	-0,38	-0,30	-0,15
US-Treas.	2,04	1,90	2,20
Jap. JGBs	-0,16	-0,15	0,05
Brit. Gilts	0,68	0,80	1,15
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	45	45	45
EWUNon-Fin.	79	85	100

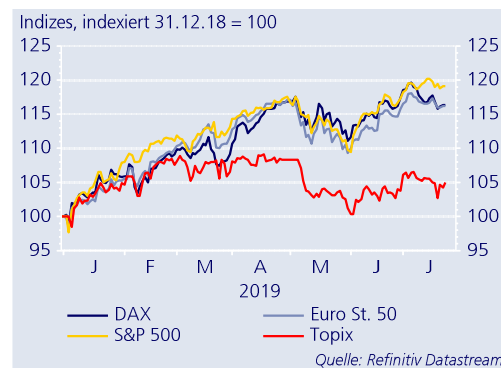
Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt: Kurspotenzial zunächst ausgereizt

Industrielländer haben im Vergleich zu Emerging Markets die Nase vorne



Wall Street mit neuem Allzeithoch – Zurückhaltung in Europa und Asien



2019 ist bisher weltweit meist ein gutes Aktienjahr

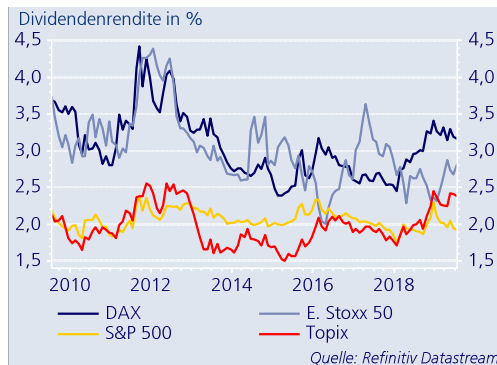
Die Analyse der 100 wichtigsten internationalen Leitindizes zeigt, dass Vier von Fünf eine positive Performance seit dem Jahreswechsel 2018/19 aufweisen. Bei etwas mehr als der Hälfte von ihnen beträgt das Kursplus sogar mehr als zehn Prozent. Allerdings haben sich die Indexentwicklungen von MSCI World, der die Dividentitel der Industrieländer umfasst, und von MSCI EM, der die Aktien der Emerging Markets beinhaltet, seit Anfang Mai dieses Jahres voneinander entkoppelt. Zwar reagierten beide Indizes mit Kursrückgängen auf die verbale Eskalation im Handelskonflikt zwischen den USA und China, die US-Präsident Donald Trump initiierte. Während allerdings in den Industrieländern der Spuk Ende Mai/Anfang Juni meist schon wieder vorbei war und die Indizes den erlittenen Kursrückgang wieder ausgeglichen hatten, haben sich die Aktien aus Schwellenländern bis heute noch nicht wieder in Gänze von diesem Rückschlag erholt. Dies wird an ihrer Kursentwicklung im bisherigen Jahresverlauf mehr als deutlich. Während der MSCI World aktuell 17,3% vorne liegt, weist der MSCI EM lediglich ein Plus von 9,3% auf. Im April dieses Jahres betrug das Plus in der Spitze schon 13,5%. Mehrere Faktoren sind nach unserer Einschätzung ursächlich für diese seit Anfang Mai

sichtbare Entkopplung. Zum einen befürchten Investoren offenbar negativere Auswirkungen auf die Volkswirtschaften der Emerging Markets durch die US-Handelskonflikte, die einerseits die internationalen Produktionsketten in Frage stellen und andererseits eine globale Investitionszurückhaltung hervorrufen. Zum anderen bewegen sich die Renditen von Staatsanleihen der Emerging Markets im Vergleich zu denen aus Industrieländern auf höheren Niveaus und stellen daher für einen Investor durchaus eine Anlagealternative zum Kauf von Schwellenländeraktien dar.

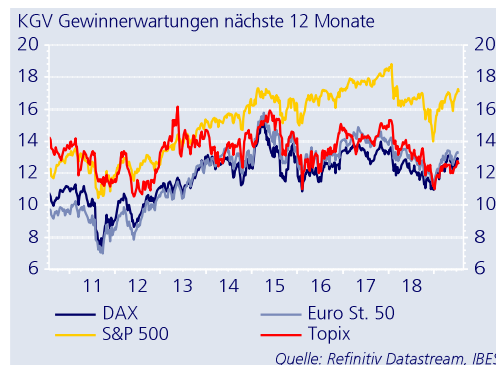
Fed macht US-Aktien Beine

In der Neuen Welt stehen die Zeichen für die meisten Investoren unmissverständlich auf Leitzinssenkung. Sowohl der Präsident der US-Notenbank als auch hochrangige Direktoriumsmitglieder haben durch ihre in der jüngeren Vergangenheit getätigten Äußerungen diese Erwartungshaltung zunächst hervorgerufen und dann unterstützt. Dies hat weitere Gelder an die Wall Street geleitet und der Standard & Poor's 500 markierte am 12. Juli sein aktuelles Allzeithoch auf Schlusstandsbasis bei 3.013,77 Punkten. DAX, Euro Stoxx 50 und Topix konnten dieser Dynamik nicht folgen. Gewinnwarnungen und reduzierte Gewinnerwartungen trübten zu deutlich die Stimmung der Investoren.

Attraktive Dividendenrenditen?



Bewertungen wirken bremsend



Aktien bleiben langfristig eine Anlagealternative

Zwar haben die Bottom Up-Analysten in den letzten Monaten ihre Gewinnerwartungen sowohl für die im DAX, als auch im Euro Stoxx 50, im S&P 500 und im Topix gelisteten Unternehmen reduziert. Dies zeigen die von Ibes aggregierten Gewinnreihen für die genannten Indizes deutlich. So steht beispielsweise beim DAX aktuell nur noch ein Gewinnplus von 1,3% für das Kalenderjahr 2019 im Vergleich zu 2018 zu Buche. Im Januar belief sich das erwartete Plus dagegen noch auf gut zehn Prozent. Die reduzierten Gewinnerwartungen bei allen vier Indizes sind die logische Folge der geringeren globalen konjunkturellen Dynamik, die sich sukzessive breit macht. Dies ist aber kein Grund, jetzt den Kopf in den Sand zu stecken und die Flinte ins Korn zu werfen. Für einen langfristig orientierten Investor bleiben Aktien, zumindest was europäische und japanische Titel angeht, durchaus eine interessante Anlagealternative. Denn sowohl die EZB als auch die Bank of Japan (BoJ) sind aktuell weit davon entfernt, von ihrer Nullzinspolitik abzuweichen und die Leitzinsen zu erhöhen. Die Zeichen stehen vielmehr auf weitere Lockerungsmaßnahmen durch beide Notenbanken. So rentieren 10jährige Bundesanleihen aktuell mit -0,38%, während die Dividendenrenditen von DAX und Euro Stoxx 50 3,15% bzw. 2,82% betragen. 10jährige japanische Staatsanleihen weisen mit -0,15% ebenfalls eine negative Rendite auf. Zudem hat die BoJ betont, dass sie diese Rendite auf absehbare Zeit im Bereich von 0% stabilisieren

will. Die Dividendenrendite des Topix beläuft sich hingegen auf 2,37%. In den USA kann der S&P 500 mit einer Dividendenrendite von 1,91% dagegen nicht punkten. Die Fed schwenkte schon vor geraumer Zeit auf einen Zinserhöhungskurs und 10jährige Treasuries rentieren aktuell mit 2,05%. Auch wenn die Fed die Leitzinsen künftig wieder senken wird, dürfte sich die Attraktivität des S&P 500 in Bezug auf die Dividendenrendite nur sehr langsam erhöhen.

Risiken werden zu wenig gewürdigt

Nach unserer Einschätzung werden die weiter vorhandenen Risiken wie zum Beispiel, die US-Handelskonflikte, der Brexit oder auch die eskalierte Lage zwischen den USA und dem Iran von den Investoren bei ihren Anlageentscheidungen zu wenig berücksichtigt. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis sie zu Belastungsfaktoren für die Kursentwicklungen werden. Daher stufen wir das Kurspotenzial von DAX & Co. aktuell als begrenzt ein. Vielmehr dürften die Indizes zunächst in breiten Spannen im Bereich der aktuellen Kursniveaus seitwärts tendieren.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	24.07.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.523	11900-12100	12200-12400
Euro St. 50	3.533	3300-3500	3350-3550
S&P 500	3.020	2850-2950	2950-3050
Topix	1.575	1475-1575	1600-1700

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen August 2019

Zinsen in %	24.07.	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	-0,38	-0,36	-0,36	-0,36	-0,36
2-j. Bunds	-0,78	-0,75	-0,70	-0,65	-0,65
10-j. Bunds	-0,38	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15
USA					
Fed Funds Rate	2,25-2,50	1,75-2,00	1,50-1,75	1,50-1,75	1,50-1,75
3-Monats-Libor	2,27	1,90	1,70	1,75	1,75
2-j. Treasuries	1,82	1,60	1,50	1,70	1,80
10-j. Treasuries	2,04	1,90	1,80	2,00	2,20
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-265	-226	-206	-211	-211
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-242	-220	-205	-220	-235
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	-0,16	-0,15	-0,10	0,00	0,05
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	0,68	0,80	0,95	1,05	1,15
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
10-j. Swaps ./ Bunds	45	45	45	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-4	-5	-5	-5	-5
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	79	85	90	95	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	317	330	330	340	340
Wechselkurse					
US-Dollar (EUR/USD)	1,1145	1,13	1,14	1,15	1,15
Japanischer Yen (EUR/JPY)	120,51	120	120	118	118
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8917	0,91	0,93	0,93	0,93
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,0981	1,12	1,14	1,16	1,17
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,6612	7,80	7,90	8,00	8,05
Commodities					
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	63,18	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.423	1.425	1.425	1.440	1.440
Aktien					
	24.07.	KGV		Kursziel	
		2019e	2020e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	12.523	14,2	12,5	11900-12100	12200-12400
Euro Stoxx 50	3.533	14,3	13,0	3300-3500	3350-3550
Standard & Poor's 500 *	3.020	18,4	16,7	2850-2950	2950-3050
Topix	1.575	13,0	12,2	1475-1575	1600-1700

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen August 2019

	BIP, real								BIP, real			Inflationsrate		
	in % ggü. Vq., sb.								in % ggü. Vj.			in %		
	2019				2020e				2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e
	Q1	Q2e	Q3e	Q4e	Q1	Q2	Q3	Q4						
Deutschland	0,4	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	1,4	0,7	1,2	1,8	1,6	1,6
Euroraum	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	1,9	1,1	1,0	1,8	1,3	1,3
USA	0,8	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	2,9	2,5	1,9	2,4	1,6	2,0
Japan	0,6	-0,2	0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,2	0,8	0,5	-0,1	1,0	0,4	0,5