

Dezember 2019

➤ **Volkswirtschaft:**

- Die Spielräume einzelner Regierungen für fiskalpolitische Maßnahmen sind unterschiedlich.
- Die deutsche Wirtschaft ist nicht in eine technische Rezession abgerutscht.
- Das erhoffte erste Zollabkommen zwischen China und den USA wird zur Hängepartie. Trotz einer zuletzt überraschenden Dynamik bleibt die US-Wirtschaft anfällig.
- Das Produktionswachstum in den Schwellenländern legt seit 20 Jahren schneller zu als in den Industriestaaten.

➤ **Geldpolitik:**

- Die US-Notenbank wird ihre Geldpolitik vorerst nicht weiter lockern.
- Die Bank of England nimmt vorsichtig Abschied von der Idee, ihren Leitzins zu erhöhen.
- In China signalisiert die Notenbank mit einem eher symbolischen Akt Handlungsbereitschaft.

➤ **Renten:**

- Die globale Zinsstruktur hat sich in den vergangenen Wochen wieder normalisiert.
- Der jüngste Anstieg der Renditen von Staatsanleihen dürfte aber begrenzt bleiben.
- Nach wie vor sind die bekannten Risiken wie Handelsstreit oder Brexit nicht vollständig beseitigt.

➤ **Aktien:**

- An den globalen Aktienmärkten hat sich die Stimmung in den vergangenen Wochen weiter aufgehellt.
- In den USA beschäftigt die Anleger die US-Präsidentenwahl im November 2020 bereits heute.
- Der deutsche Leitindex DAX ist Nutznießer einer möglichen globalen Konjunkturerholung.
- Aktien aus den Schwellenländern könnten überproportional von der sich abzeichnenden Stabilisierung der Weltwirtschaft profitieren.

➤ **Rohstoffe**

- Die Goldnotierungen haben zuletzt nachgegeben. Die zwischenzeitliche Aussicht auf eine Einigung im Handelskonflikt und das vorläufige Ende der US-Leitzinssenkungen belasten die Krisenwährung.
- Chinas Wachstumsschwäche spiegelt sich im Rohstoffsegment wider.
- Die OPEC muss im Dezember entscheiden, ob sie mit weiteren Produktionskürzungen versucht, höhere Preise am Markt für Rohöl durchzusetzen. Die Chancen dafür stehen schlecht.

➤ **Währungen:**

- Eine mögliche Konjunkturerholung sowie ein potenziell glimpflicher Brexit könnten den Euro gegenüber dem US-Dollar stärken.
- Das britische Pfund bleibt vorerst Spielball der Brexit-Wendungen.
- Der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken hat sich zuletzt etwas verringert.
- Die japanische Notenbank dürfte ihre Geldpolitik weitgehend unverändert gestalten.

➤ **Immobilien:**

- Niedrige Leerstände, geringes Neubauvolumen, solides Mietwachstum: Europäische Gewerbe- und Wohnimmobilien bieten weiterhin interessante Perspektiven für Anleger.
- In den kommenden Jahren könnte sich die Gesamtperspective aber abschwächen.
- Gut positioniert sind weiterhin Büroimmobilien. Die Nachfrage dürfte auch in den kommenden Jahren stabil bleiben.

Postbank

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 27. November 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.

Volkswirtschaft

Handelsstreit und Brexit – zwei politische Risiken bewegen seit Monaten die Finanzmärkte, verunsichern Unternehmen und Verbraucher, belasten die globale Konjunktur und kosten somit Wachstum. Die Politik ist Teil des Problems und soll nun gleichzeitig Teil der Lösung werden.

Doch Christiane Lagarde macht genau dort weiter, wo ihr Vorgänger Mario Draghi aufgehört hat: Kaum im Amt, fordert die neue Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB) eine enge Koordination der Fiskalpolitik innerhalb der Eurozone. Die EZB hält nur noch wenig Pulver trocken, um die Konjunktur anzuschieben. Der Wirkungsgrad der expansiven Geldpolitik scheint abzunehmen – ohne flankierende fiskalpolitische Maßnahmen könnten die Maßnahmen der Notenbank im Falle einer Rezession wirkungslos verpuffen.

Die Bedeutung fiskalischer Stützungsmaßnahmen ist nicht zu unterschätzen. So stimulieren die bisher geplanten Ausgaben der Mitgliedsstaaten der Eurozone die Wirtschaft der Währungsunion 2020 um rund 0,3%-Punkte. Die expansive Politik wird dabei insbesondere von Deutschland, Italien und Frankreich getrieben. 2021 ebbt der positive Wachstumsbeitrag dann auf nur noch 0,2%-Punkte ab.

Wie groß die Spielräume der einzelnen Länder innerhalb der Eurozone sind, hängt Untersuchungen zufolge maßgeblich von drei Einflussfaktoren ab: Offenheit einer Volkswirtschaft, Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen und Kapazitätsauslastung. Eine Analyse der vier größten Eurozonen-Mitglieder Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien zeigt, dass Deutschland den größten fiskalpolitischen Hebel in der Eurozone besitzt.

Der dürfte aber vorerst nicht zum Einsatz kommen. Die jüngsten Wirtschaftsdaten dämpfen die Hoffnungen auf weitere Fiskalimpulse aus Deutschland. Die erwartete technische Rezession wurde vermieden. Europas größte Volkswirtschaft ist im dritten Quartal überraschend um 0,1% gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Ein solider privater Konsum und die Erholung des Aushandels haben dabei die anhaltend schwache Entwicklung der Investitionen kompensiert.

Für eine Entwarnung ist es aber noch viel zu früh. Handelsstreit und Brexit belasten die exportorientierte deutsche Wirtschaft besonders stark – mit negativen Implikationen für die gesamte Eurozone. Insbesondere die Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe stellt auch für den gemeinsamen Währungsraum ein gesamtwirtschaftliches Risiko da. Die Postbank hat einen Indikator entwickelt, der anhand von Stimmungsindikatoren diese Unsicherheit länder-spezifisch misst. Demnach resultierten rund 70% der Eurozonen-Unsicherheit aus Deutschland, das mit 26% den mit Abstand größten Anteil des Verarbeitenden Gewerbes am Bruttoinlandsprodukt (BIP) ausweist.

Google-Suchanfragen zum Begriff

„Recession“

(Anzahl wöchentlicher Suchanfragen indiziert: 100 = meiste Anfragen)



Ihre Schwächephase hat die Industrie in der Eurozone jedenfalls noch nicht überwunden – dies verdeutlichen die jüngsten Produktionsdaten aus den drei größten Mitgliedsländern. Während in Deutschland die Produktion ohne Bau um 1% gegenüber dem Vormonat kräftig nachgab, fiel das Minus in Italien mit 0,4% moderat aus. Frankreich wiederum meldete einen Zuwachs (+0,3%). Auffällig: In allen drei Ländern entwickelte sich der Ausstoß gegenläufig zum Vormonat. Auf EWU-Ebene stieg die Produktion bereits den zweiten Monat in Folge, wenn auch im September gegenüber August nur geringfügig um 0,1%.

Unterschiedliche Signale kommen auch aus den einzelnen Güterkategorien. Positiv ist zu vermerken, dass die Eurozonen-Produktion von Kapitalgütern im September mit 0,6% bereits zum dritten Mal in Folge gegenüber dem Vormonat gestiegen ist. Die Veränderungsrate zum Vorjahr bleibt zwar weiterhin mit 1% im Minus. Doch die Hoffnung wächst, dass die Ausrüstungsinvestitionen in absehbarer Zeit wieder Tritt fassen könnten. Das Kontrastprogramm bieten die Vorleistungsgüter, die der gesamten Produktion oftmals vorauslaufen. Sie sind im September überraschend um 0,9% gegenüber dem Vormonat und um 3,9% gegenüber dem Vorjahr gefallen.

Auch die einschlägigen Stimmungskennzahlen geben keine klare Richtung vor. Die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) für die Eurozone und Deutschland signalisierten im Oktober keine Trendwende zum Besseren – bestenfalls eine Bodenbildung. Die PMIs für das Verarbeitende Gewerbe haben sich kaum bewegt und liegen mit 45,7 Punkten (Eurozone) und 41,9 Zählern (Deutschland) im kontraktiven Terrain, das unterhalb von 50 Punkten beginnt.

Die Serviceindizes signalisieren mit Werten knapp oberhalb der Expansionschwelle (Eurozone: 51,8; Deutschland: 51,2) auch im Oktober ein bestenfalls verhaltenes Wachstum des Sektors.

Der erhoffte Befreiungsschlag ist damit ausgeblieben.

Der lässt vorläufig auch beim ifo-Geschäftsklimaindex auf sich warten. Das viel beachtete Konjunkturbarometer für das Gewerbe in Deutschland setzte im Oktober aber immerhin seine im Vormonat begonnene Bodenbildung fort. Es liegt stabil bei 94,6 Punkten. Während sich aber im September der Teilindex für die aktuelle Geschäftslage verbessert und der für die Geschäftserwartungen verschlechtert hatte, lief es im Oktober umgekehrt. Der Lageindex gab um 0,8 auf 97,8 Punkte nach und bestätigte damit den insgesamt schwächeren deutschen Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe.

Dagegen hellten sich die Geschäftserwartungen für die kommenden 6 Monate um 0,6 auf 91,5 Punkte auf. Dies war der erste Anstieg des Teilindex seit März. Die Aussicht auf einen Brexit-Deal und die Annäherung im US-chinesischen Handelsstreit dürften maßgeblich zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Sollte sich dieser Trend in den kommenden Monaten bestätigen, könnte die konjunkturelle Talsohle im Frühjahr 2020 durchschritten werden.

Das gilt sicherlich auch für die mittelständische Wirtschaft in Deutschland – die, so das ernüchternde Fazit der KfW, schwach ins Herbstquartal gestartet ist. Doch auch für den Mittelstand gilt: Werden die bekannten politischen Risiken abgeräumt, ist erhebliches Potenzial für eine Stimmungsaufhellung vorhanden. Soweit ist es noch nicht. Im Oktober sank das KfW-ifo-Mittelstandsbarometer leicht um 0,2 Zähler gegenüber dem Vormonat.

Während der Index, der die Geschäftslage der befragten Unternehmen abbildet, seinen im Herbst 2018 begonnenen Konsolidierungskurs fortsetzt, sind die Geschäftserwartungen erneut gestiegen.

Die Lagebeurteilungen verschlechterten sich gegenüber dem Vormonat um 2,4 Punkte, liegen aber mit 9,8 Saldenpunkten weiterhin auf einem überdurchschnittlichen Niveau. Die zuletzt sehr pessimistischen Geschäftserwartungen kletterten um 1,7 auf -9,7 Saldenpunkte.

Auffällig ist, dass sich der Abstand der Großunternehmen (+1,8 Punkte) zum Mittelstand verringert. Gleichwohl bleibt das Geschäftsklima bei den Großunternehmen mit 12,1 Punkten sehr schwach. Besonders pessimistisch geht es in der Großindustrie zu, die überproportional stark unter der globalen Konjunkturschwäche und den internationalen Handelskonflikten leidet. Die Geschäftslage der Unternehmen verschlechterte sich erneut. Gleichzeitig stieg aber der Geschäftsausblick aufgrund verbesserter Exporterwartungen deutlich. Entspannungssignale beim Brexit und im Handelskonflikt verfangen hier besonders stark.

So berechtigt die Hoffnungen auf sinkende Risiken aktuell auch sein mögen: Weder Brexit noch Handelskonflikte sind nachhaltig gelöst. Die erkennbaren Mechanismen können im ungünstigen Fall rasch zu einem noch schlechteren Geschäftsklima führen. Schon allein die Drohung der USA, europäische Autos mit Zöllen zu belegen, würde den aufkeimenden Optimismus sofort im Keim ersticken.

Der Handelsstreit zwischen den USA und China bleibt das beherrschende Thema an den Märkten. Ursprünglich sollte ein erstes Teilabkommen am Rande des APEC-Gipfels in Chile unterzeichnet werden. Die Veranstaltung musste aber aufgrund von Sicherheitsbedenken abgesagt werden – und die Unterschriften von US-Präsident Donald Trump und Chinas Staatspräsident Xi Jinping lassen weiter auf sich warten.

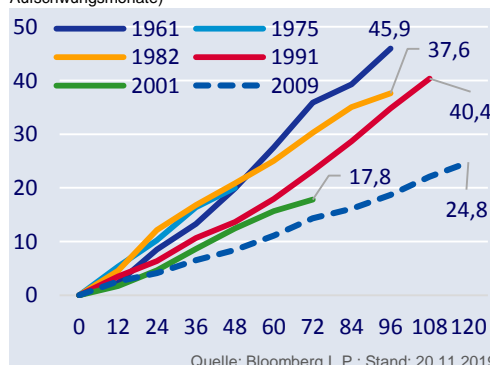
Offenbar gibt es weiterhin inhaltliche Differenzen. Aussagen eines chinesischen Regierungssprechers,

die Verhandlungsparteien hätten sich auf den beiderseitigen Abbau von Strafzöllen geeinigt, widersprach Trump wenig später – um dann sogar noch nachzulegen: Er werde das geplante Handelsabkommen nur unterschreiben, wenn es der „richtige Deal“ für Amerika sei. Trump selbst muss viel daran gelegen sein, die Verunsicherung zu beenden, damit im Wahljahr 2020 in den USA nicht Wirtschaft und Börse in die Knie gehen. Mit Zustimmungswerten von nur rund 40% und einem drohenden Amtsenthebungsverfahren im Nacken, ist eine starke Wirtschaft essenziell für den US-Präsidenten.

Tatsächlich gibt es keine Zweifel, dass der Konflikt mit China auf der US-Konjunktur lastet. Doch die Wachstumsdynamik der US-Wirtschaft hat sich im 3. Quartal nur geringfügig abgeschwächt. Das US-BIP ist auf das Jahr hochgerechnet überraschend mit 1,9% gewachsen. Die Analystengemeinde hatte lediglich ein Plus von 1,6% prognostiziert. Allerdings ist das Wachstum ausgesprochen konsumlastig. Der private Verbrauch legte um 2,9%, der Staatsverbrauch um 2% zu. Die Entstehung des BIP lässt den Schluss zu, dass der konjunkturelle Tiefpunkt in den USA noch nicht erreicht ist. Sollte sich die Investitionstätigkeit nicht deutlich beleben, würde jede Delle beim privaten oder öffentlichen Verbrauch fast unweigerlich zu einer deutlichen Abschwächung des BIP-Wachstums führen.

US-BIP-Wachstumsphasen

(Angabe in Prozent seit Beginn des jew. Aufschwungs, x-Achse = Aufschwungsmonate)



Im 3. Quartal jedenfalls dämpften die Bruttoanlageinvestitionen (-1,3%) das Wachstum. Den größten Einbruch verzeichneten die gewerblichen Bauinvestitionen mit einem Rückgang um 15,3%. Aber auch die Ausrüstungsinvestitionen gaben um 3,8% nach. Lediglich die Wohnungsbauinvestitionen lagen mit 5,1% überraschend im Plus. Vom Außenhandel ging per Saldo ein leicht negativer Wachstumsbeitrag aus. Die Lagerinvestitionen hatten keinen signifikanten Einfluss auf das Wachstum. Sie bewegen sich mit 69 Milliarden US-Dollar aber immer noch auf einem erhöhten Niveau und könnten damit das BIP-Wachstum in den kommenden Quartalen bremsen.

Kein gutes Zeichen für die weitere Investitionsdynamik in den USA ist der überraschend deutliche Rückgang der US-Auftragseingänge langlebiger Güter im September. Das Minus von 1,1% zum Vormonat könnte zwar durch den volatilen Transportsektor verzerrt sein. Doch auch ohne Transport gaben die Orders um 0,3% nach. Außerdem verzeichnen die Kernkapitalgüteraufträge, die eng mit den Ausrüstungsinvestitionen in der US-Wirtschaft korrelieren, im September bereits den zweiten Rückgang in Folge.

Verlass ist hingegen auf den US-Arbeitsmarkt: Die Oktober-Zahlen waren robust und schlugen die Erwartungen der Analysten deutlich. Trotz 46.000 streikenden (und daher nicht mitgezählten) GM-Mitarbeitern wurden 128.000 neue Stellen gemeldet – und zudem die Schätzungen für die Vormonate nach oben revidiert. Von Zeit zu Zeit aufkommende Diskussionen um eine bevorstehende US-Rezession verstummen regelmäßig bei Vorlage des neuen Arbeitsmarktberichts.

Seit Anfang dieses Jahrtausends legt das Produktionswachstum in den Schwellenländern konstant stärker zu als in den Industrienationen. Unter Berücksichtigung der Kaufkraftparitäten hat sich die Bedeutung der Schwellenländer für das globale BIP von 40% in den 1990er-Jahren auf aktuell 60% erhöht.

Nicht nur der Anteil der Schwellenländer an der globalen Wertschöpfung ist gestiegen. Auch ihre Integration in die globalen Güter- und Kapitalmärkte hat sich in dieser Zeit verstärkt. Die dadurch entstandenen wirtschaftlichen Abhängigkeiten sind schwer zu quantifizieren.

Doch die Verflechtung der Kapital- und Gütermärkte hat dazu geführt, dass sich einzelne Volkswirtschaften der globalen Dynamik noch weniger als früher entziehen können. Daran wird auch der wiederaufkeimende Protektionismus nichts ändern. Eine Deglobalisierung wird nach Einschätzung der Postbank voraussichtlich keine Gewinner hervorbringen. Rückschritte bei der internationalen Arbeitsteilung führen zu Effizienzverlusten, und ein abnehmender globaler Warenaustausch belastet das Weltwirtschaftswachstum. Es bedarf gemeinsamer Anstrengungen und einer engen Kooperation, um die Wachstumsdynamik wieder zu stärken. So wie sich die Konjunktur derzeit synchron in nahezu allen Staaten abschwächt, wird auch eine Erholung lediglich konzertiert möglich sein.

Geldpolitik

Die Überraschung blieb aus: Ende Oktober senkte die **US-Notenbank Federal Reserve (Fed)** erneut ihre Leitzinsen: um 25 Basispunkte auf eine Spanne von nun 1,50 – 1,75%. Mit der dritten Leitzinssenkung 2019 trägt die Fed nach eigenen Angaben der schwachen globalen Wirtschaftslage und dem geringen Inflationsdruck Rechnung. Gleichzeitig verwies Fed-Chef Jerome Powell auf eine moderate Konjunktur-entwicklung in den USA, die durch weiter kräftig steigende Konsumausgaben und eine solide Beschäftigungsentwicklung geprägt sei. Vor diesem Hintergrund veränderte die Fed ihre Forward Guidance und signalisierte ein vorläufiges Ende der Leitzinssenkungen. Erst bei einer erheblichen Verschlechterung der Konjunkturdaten wären die Währungshüter zu einer weiteren Absenkung bereit.

Das Votum im Offenmarktausschuss FMOOC fiel erneut nicht einstimmig aus. Zwei der zehn stimmberechtigten Notenbankgouverneure wollten die Leitzinsen bereits im Oktober unverändert belassen, weil eine Stimulierung des US-Wirtschaft zum aktuellen Zeitpunkt nicht erforderlich sei. Kurz zuvor hatte die US-Statistikbehörde neue Wachstumswahlen veröffentlicht. Mit 1,9% legte die US-Wirtschaft im 3. Quartal stärker zu als erwartet.

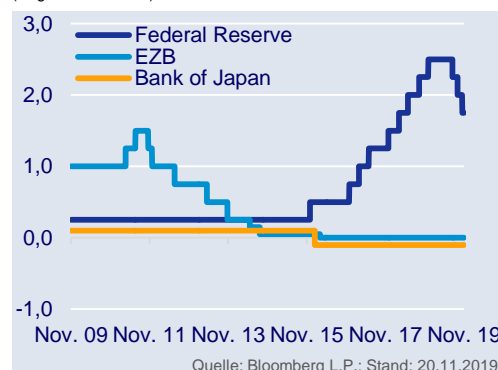
Die **Bank of England (BoE)** steht vor einem geldpolitischen Kurswechsel: Lange Zeit bildete die britische Zentralbank eine Ausnahme unter den wichtigen Notenbanken und sprach von möglichen Zinsanhebungen nach einem geregelten Brexit. Davon kann nun wohl keine Rede mehr sein. Im November beließ die BoE ihren Leitzins unverändert bei 0,75%. Zwei der neun stimmberechtigten Mitglieder votierten überraschenderweise sogar für eine Senkung.

Die Brexit-Risiken, die kommenden Parlamentswahlen und vor allem die schwächere Dynamik in der Wirtschaft und am Arbeitsmarkt haben die Bank veranlasst, ihre Inflations- und Wachstumserwartungen nach unten anzupassen. Entsprechend kommunizierte der scheidende BoE-Chef Mark Carney, dass die Geldpolitik die erwartete Erholung unterstützen müsste, falls sich das globale Wachstum nicht stabilisiere oder die Brexit-Unsicherheit weiterhin anhalte. Eine Leitzinssenkung der britischen Zentralbank wird damit wahrscheinlicher.

Die **People's Bank of China (PBC)** hat erneut ihre grundsätzliche Bereitschaft zu einer weiteren geldpolitischen Lockerung signalisiert: Anfang November senkte sie den Leitzins minimal von 3,30 auf 3,25%. Aktuell ist der Spielraum der PBC nicht groß. Die Inflationsrate hat mit 3% bereits den angestrebten Zielwert der Zentralbank erreicht. Steigende Nahrungsmittelpreise als Folge der Schweinepest dürften den Preisdruck vorerst hoch halten. Außerdem summiert sich die Gesamtverschuldung der chinesischen Privathaushalte, der Unternehmen und der öffentlichen Hand inzwischen auf rund 280 Prozent der Wirtschaftsleistung. Entsprechend vorsichtig muss die Zentralbank agieren.

Leitzinsen ausgewählter Notenbanken

(Angabe in Prozent)



Renten

An den globalen Anleihemärkten haben die Anleger in den vergangenen Wochen politische und ökonomische Risiken ausgepreist. Deutlich wahrnehmbare Entspannungssignale im Handelskonflikt, überraschend positive Konjunkturdaten aus Europa und den USA und das vorläufige Ende des Zinssenkungszyklus der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) waren die entscheidenden Treiber für den Renditeanstieg auf breiter Front. Auch die Zinsstrukturkurve, die Renditen von Staatsanleihen unterschiedlicher Laufzeiten abbildet, verläuft wieder „normal“: längere Laufzeiten, höhere Renditen. Über die Sommermonate war die Kurve invertiert, Anleger verlangten für Anleihen mit kurzen Laufzeiten höhere Renditen als für Papiere mit langen Laufzeiten. Eine inverse Zinsstruktur ist ein Warnsignal für eine bevorstehende Rezession. Die wird nun weder für die USA noch für die Eurozone erwartet.

Allerdings sollten Investoren die jüngste Entwicklung auch nicht überbewerten. Die Postbank erwartet, dass der Renditeanstieg begrenzt bleibt. Die Befürchtung einiger Marktteilnehmer, dass sich das sogenannte „Bund Tantrum“ von 2015 oder gar das „US-Taper Tantrum“ von 2013 wiederholen könnte, dürften unbegründet sein. 2013 hatte eine Bemerkung des damaligen Fed-Präsidenten Ben Bernanke einen Ausverkauf von US-Staatsanleihen und eine veritable Krise an den Finanzmärkten der Schwellenländer ausgelöst. Zwei Jahre später nahm die Europäische Zentralbank Abstand von weiteren Leitzinssenkungen. Anschließend schnellte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen innerhalb von sechs Wochen von 0 auf 1%.

Immerhin: Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen stieg seit ihrem Jahrestief im September (1,45%) in der Spitze um rund 0,5%-Punkte und lag zuletzt bei rund 1,75%.

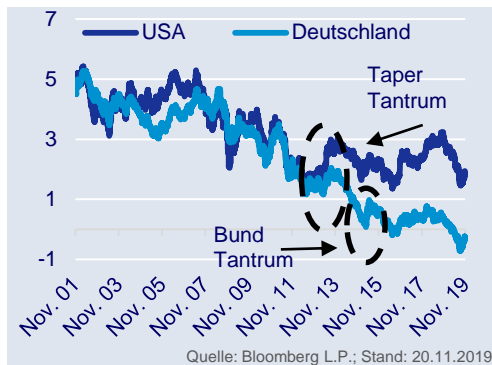
Die US-Wirtschaft konnte im 3. Quartal mit einem annualisierten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 1,9% zwar positiv überraschen. Der schwache Außenhandel, die geringe Investitionstätigkeit und die weiterhin verhaltene Stimmung bei den US-Unternehmen sprechen aber bislang nicht für eine Wachstumsbeschleunigung im Schlussquartal. Außerdem dürfte schon die wachsende Unsicherheit vor der US-Präsidentenwahl in einem Jahr einen stärkeren Anstieg der Anleiherenditen verhindern. In politisch ungewissen Zeiten, das belegen historische Daten, steuern Anleger sichere Häfen an und investieren, bis Klarheit herrscht, verstärkt in Staatsanleihen.

Die Postbank rechnet auf Jahressicht bei 10-jährigen US-Treasuries mit einer Rendite von 1,85%. Die Risikoaufschläge für US-Unternehmensanleihen mit guter und sehr guter Bonität (Investment Grade, IG) dürften im Falle der erwarteten konjunkturellen Stabilisierung bis auf 100 Basispunkte sinken. Im Rezessions-szenario würden die Spreads im IG-Segment bis auf 250 Basispunkte klettern. Eine vergleichbare Entwicklung unterstellt die Postbank für Unternehmensanleihen auf Eurobasis. Der europäische Kreditmarkt dürfte aufgrund seiner geringeren Liquidität seinen aktuellen Performancevorsprung einbüßen.

Auch in [Europa](#) dürfte der Renditeanstieg an den Rentenmärkten begrenzt bleiben. Im 3. Quartal konnte das BIP der Eurozone zwar überraschend zulegen. Mit einem Plus von 0,2% zum Vorquartal liegt eine nachhaltige Konjunkturerholung aber noch in weiter Ferne. Die Inflation fiel im Oktober aufgrund einer schwachen Energiepreisentwicklung auf nur noch 0,7% – und verfehlt damit klar die EZB-Zielmarke von knapp 2%.

Rendite ausgewählter 10-jähriger Staatsanleihen

(Angabe in Prozent)



Die Stimmungsindikatoren aus dem Unternehmenssektor (Einkaufsmanagerindex Verarbeitendes Gewerbe; ifo Geschäftserwartungen) haben sich zuletzt aufgehellt, signalisieren aber noch kein Ende der wirtschaftlichen Schwäche-phase.

Eine Wiederbelebung der Konjunktur könnte aber im Frühjahr 2020 einsetzen. Hoffnung macht in diesem Zusammenhang auch das überraschende Quartalswachstum der deutschen Wirtschaft. Trotz anhaltender Investitionsflaute stieg das BIP um 0,1% gegenüber dem Vorquartal. Die Erholung des Außenhandels und ein robuster Konsum haben das erwartete Abrutschen der deutschen Wirtschaft in eine technische Rezession (2 Minusquartale in Folge) verhindert.

Für das Wachstum in der Eurozone nimmt Deutschland – wenig überraschend – eine Schlüsselrolle ein. Nach Analysen der Postbank ist Europas größte Volkswirtschaft für mehr als die Hälfte des Konjunkturreinbruchs seit Mitte 2018 verantwortlich, obwohl das deutsche BIP nur mit rund 25% in die Wirtschaftsleistung der Eurozone eingeht. Da die aktuelle Wachstumsschwäche aber durch den Außenhandel und den Automobilsektor ausgelöst wurde, die für die deutsche Wirtschaft von herausragender Bedeutung sind, erklärt sich die übermäßige Belastung.

Drei Viertel des Wachstumsverlusts lassen sich demnach auf den Produktionseinbruch im Verarbeitenden Gewerbe und indirekte Auswirkungen auf den Dienstleistungssektor zurückführen. Richtig problematisch aber könnte es werden, wenn der deutsche Arbeitsmarkt wackelt und sich ein Vertrauensverlust bei Konsumenten einstellt. Das aber ist aktuell nicht zu erwarten.

Nach wie vor sind erhebliche Risiken wie der sino-amerikanische Handelsstreit, US-Strafzölle auf europäische Autos oder der britische EU-Austritt präsent und tragen weiter zur allgemeinen Verunsicherung bei. Möglicherweise haben die Anleger an den Rentenmärkten die Entwicklungen bei den Themen Handelskonflikte oder Brexit zu positiv bewertet. Auch die anhaltenden Staatsanleihekäufe sprechen angesichts der fragilen Euro-Konjunktur tendenziell für anhaltend niedrige Renditen. So erwartet die Postbank bei 10-jährigen Bundesanleihen in den kommenden 12 Monaten eine Rendite von -0,35%.

Anleger, die in der Eurozone nach positiven Renditen Ausschau halten, müssen ein höheres Risiko eingehen. Fündig werden sie in Italien. Die laufende Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen lag zuletzt bei 1,3% und könnte nach Einschätzung der Postbank im Rahmen der allgemeinen Zinsentwicklung in Europa bis 1,5% steigen. Noch vor einem Jahr rentierten die Papiere bei 3,5%. Die damalige Regierungskoalition aus Links- und Rechtspopulisten hatte durch ihren Budgetstreit mit der EU-Kommission viel Kredit an den Märkten verspielt. Die neue Regierung in Rom gilt vielen als verlässlicher. Zudem stimmt sie versöhnliche Töne in Richtung EU an. Die erhoffte Hochstufung des Länderratings hat die Ratingagentur S&P allerdings verweigert. Außerdem zeigen jüngste Regionalwahlergebnisse, dass weiterhin mit Matteo Salvini und seiner rechten Lega-Partei gerechnet werden muss.

Aktien

Der Optimismus kehrt zurück – und die Sorge, etwas zu verpassen, geht um. So lässt sich die aktuelle Stimmung Hunderter Fondsmanager zusammenfassen, die monatlich von der Bank of America Merrill Lynch befragt werden. Die Wachstumsprognosen legten zuletzt so stark zu wie in den vergangenen 20 Jahren nicht mehr und markierten ein neues 18-Monatshoch. Mit Hochdruck stellen die Investoren ihre lange Zeit defensiv ausgerichteten Portfolios um, erhöhen die Aktienquoten und reduzieren die Barmittel – zuletzt auf das niedrigste Niveau seit Juni 2013.

Gekauft werden aktuell zyklische Werte, deren Kurse angetrieben vom Konjunkturoptimismus der vergangenen Wochen deutlich zulegen konnten. Schon seit September underperformen in den USA sogenannte Growthaktien. Dazu zählen Unternehmen, die ein hohes, weitgehend konjunkturunabhängiges Gewinnwachstum aufweisen. Deren Aktien wurden im Spannungsfeld von eskalierenden Handelskonflikten, Brexit und globaler Wachstumsschwäche lange Zeit von den Anlegern bevorzugt.

Mittlerweile läuft bereits die zweite Welle der Rotation: Seit Mitte Oktober haben sich Aktien aus Sektoren wie Finanzen, Grundstoffe oder Industrie um 3%-Punkte besser entwickelt als Qualitätswerte. Es scheint, als würde „FOMO“ – Fear Of Missing Out – am Markt ein Comeback geben. Investoren sehen sich gezwungen, der Rally hinterherzujagen, und investieren trotz Allzeithochs an vielen Börsen. Nach Einschätzung der Postbank sind diese Bewegungen nicht zu unterschätzen und könnten den Markt noch etwas tragen.

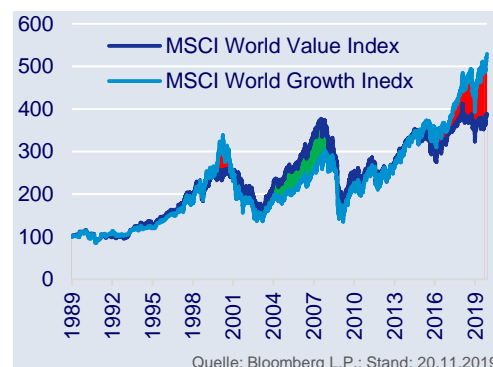
Insbesondere an den Börsen in den USA drohen aber im kommenden Jahr Schwankungen.

Noch ist es fast ein Jahr bis zur Entscheidung – doch die Anleger beschäftigen sich schon mit den möglichen Folgen der US-Präsidentenwahl 2020. Die Verunsicherung wächst, der einschlägige Policy Uncertainty Index, der regelmäßig von der Notenbank Saint Louis erhoben wird, liegt im Jahresmittel bereits merklich über seinem langfristigen Durchschnitt. So belastet die unter Demokraten rege geführte Diskussion um „Medicare for all“ den Gesundheitssektor. Die Papiere werden aktuell mit deutlichem Abschlag zum Gesamtmarkt gehandelt.

Die Anleger fürchten insbesondere einen Wahlsieg der Demokratin Elizabeth Warren. Sie steht, wie ihre parteiinternen Konkurrenten Joe Biden und Bernie Sanders, für höhere Unternehmenssteuern. Analysten haben berechnet, dass jeder Anstieg der effektiven Unternehmenssteuern um 1%-Punkt den durchschnittlichen Gewinn pro Aktie (earnings per share, EPS) im marktbreiten US-Leitindex S&P 500 um gut 1% senken würde. Sollten die Demokraten im Fall eines Wahlsiegs Donald Trumps Steuerreform vollständig zurücknehmen, könnte der Anstieg des effektiven Steuersatzes um 8%-Punkte die EPS 2021 um 11% drücken.

Kursentwicklung von globalen Value und Growth Aktien

(Angabe indiziert, 01.01.1989 = 100)



Ein stärkerer Anstieg des Policy Uncertainty Index und ein signifikanter Rückgang des Konsumentenvertrauens würde die Aktienmärkte zusätzlich belasten. Erfahrungsgemäß spricht viel für ein politisches Börsenjahr 2020. Die Marktschwankungen dürften erstmals im Vorfeld des „Super Tuesday“ am 3. März deutlich zunehmen. Die Demokraten halten dann in 14 Staaten Vorwahlen ab. Der nächste Termin, den sich Anleger im Kalender notieren sollten, ist der 13. Juli. Dann beginnt der dreitägige Parteitag, auf dem der demokratische Präsidentschaftskandidat gekürt wird. Spätestens zwei bis drei Wochen vor dem Wahltag am 4. November könnte die Volatilität an den Märkten dann erneut deutlich zulegen.

Keine Zukunftsmusik, sondern veröffentlichte Vergangenheit ist die Berichtssaison zum 3. Quartal 2019. In den USA hat in gewohnter Manier eine deutliche Mehrheit der im S&P 500 gelisteten Unternehmen die Analystenerwartungen bei Gewinn und Umsatz geschlagen. Besonders gut hat auch das Erwartungsmanagement der Firmenlenker funktioniert: Über die vergangenen 12 Monate hatten die Analysten ihre Gewinn-schätzungen für das dritte Quartal 2019 um satte 10% nach unten korrigiert – deshalb sind die vorgelegten Bilanzen auch kein Grund zur Euphorie.

Offensichtlich haben die globale Konjunkturintrübung und das schwierige Handelsumfeld Bremsspuren hinterlassen. Besonders lässt sich das an den berichteten Gewinnrückgängen von 6% bei Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe ablesen. Auf aggregierter Basis ist es den Firmen nur haarscharf gelungen, ihren Gewinn im Vergleich zum Vorjahresquartal zu steigern. Immerhin: sieben von elf S&P 500 Sektoren weisen auch hier ein Plus auf.

In der Summe ist die US-Gewinnsituation zwar angespannt, doch weitgehend wie erwartet und bereits in den aktuellen Kursen berücksichtigt.

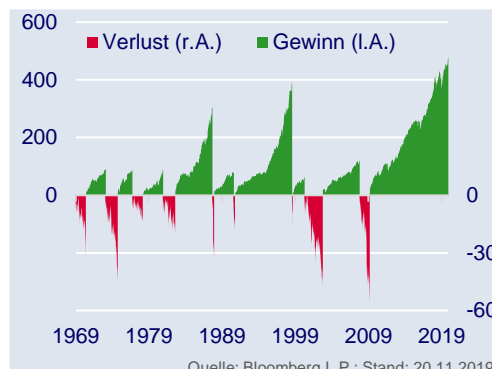
Und erfreulicherweise gelingt es den Unternehmen, ihre Mehrkosten durch Zölle und höhere Löhne auf ihre Kunden abzuwälzen. Die berichteten Margen liegen zwar weiterhin unter ihrem Höchststand von knapp 12% im vergangenen Jahr. Allerdings haben sie sich in den letzten zwei Quartalen auf über 11% eingependelt.

Unterstützung für US-Aktien könnte 2020 von den Unternehmen selbst kommen. Auf mehr als 675 Milliarden US-Dollar könnten sich im kommenden Jahr die Aktienrückkäufe im S&P 500 summieren – der Großteil wird aber auf vergleichsweise wenige Unternehmen entfallen. Die umfangreichsten Rückkaufprogramme dürften wie schon 2019 die „Mega Caps“ allen voran aus den Sektoren Technologie und Finanzen auflegen, die allein in 2018 jeweils rund 4,5% ihrer Sektor-Marktkapitalisierung zurückgekauft haben. Vor dem Hintergrund überzeugender Quartalsberichte könnten wieder „Buybacks“ stärker in den Fokus geraten.

Kritiker der „Buybacks“ bemängeln, dass Konzerne zugunsten von Aktienrückkäufen auf Investitionen verzichteten und damit ihren künftigen Erfolg aufs Spiel setzten.

Performance des S&P 500 in Wachstums- und Abschwungsphasen

(l.A. und r.A.: Angabe in Prozent, inkl. Dividenden)



Das trifft für den S&P 500 aber nicht zu: Die gelisteten Unternehmen investieren seit 2008 konstant rund 10% ihrer Jahresumsätze in Anlagegüter sowie Forschung und Entwicklung. Gegenüber früheren Dekaden sind die Investitionsquoten sogar gestiegen.

Kein Ruhmesblatt, aber eine positive Überraschung war es doch: Die deutsche Wirtschaft ist im 3. Quartal um 0,1% gewachsen – und damit der Rezession vorläufig entkommen. Die Anleger an den Börsen hat das allerdings weitgehend kalt gelassen. Den deutschen Leitindex DAX bewegte die Nachricht kaum – womit sich der relativ geringe Zusammenhang zwischen Wirtschaftsentwicklung und Aktienmarkt in Deutschland erneut bestätigte.

Tatsächlich spielt für die meisten DAX-Konzerne die Nachfrage aus dem Ausland eine bedeutend größere Rolle als die heimische Wirtschaftslage. Deutsche Unternehmen generieren nur 23% ihrer Umsätze im Inland. 25% entfallen auf die anderen Industrieländer Europas, 27% auf die Schwellenländer der Welt. Damit weist der Dax in Europa zusammen mit skandinavischen Aktien die höchste positive Abhängigkeit (Beta) zum Welthandelwachstum auf.

Entsprechend haben in den vergangenen Monaten vor allem der zurückkehrende globale Konjunkturoptimismus und die hohe Gewichtung zyklischer Titel aus den Sektoren Chemie und Automobile den DAX in Richtung seines Allzeithochs angetrieben – letztere mussten im November aber wieder Rückschläge verkraften. Denn die US-Importzölle auf europäische Autos sind noch immer nicht vom Tisch.

Gut möglich, dass eine globale Konjunkturerholung auch in den kommenden Monaten die Aktienkurse im DAX stützt. Gemessen an den Kennzahlen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Preis-Buchwert-Verhältnis (PBV) und Dividendenrendite werden Deutschlands Blue Chips derzeit nahezu auf dem gleichen Niveau wie der europäische Gesamtmarkt gehandelt.

Damit ist der Index zwar nicht mehr so günstig wie noch zu Beginn des Jahres – aber auch nicht übertrieben teuer.

Anlass zur Hoffnung gibt auch die Berichtssaison zum 3. Quartal 2019. Die Unternehmen konnten größtenteils die Gewinnerwartungen der Analystengemeinde übertreffen. Dem waren aber im Vorfeld der Veröffentlichungen kräftige negative Gewinnrevisionen vorausgegangen. Entsprechend niedrig waren die Hürden, über die die Unternehmen springen mussten. Doch inzwischen steigt die Hoffnung der Anleger auf eine Bodenbildung bei den Gewinnen. Im Oktober beließen die Analysten ihre Gewinnerwartungen für 2019 unverändert und senkten ihre Prognosen für 2020 nur noch geringfügig.

Für die nächsten 12 Monate erwarten sie beim DAX aktuell ein aggregiertes Gewinnwachstum von mehr als 12%. Die Postbank erwartet für hingegen 2020 ein moderates Kursplus im mittleren einstelligen Prozentbereich. Die Zurückhaltung rührt daher, dass die Gewinne der Konzerne seit dem Allzeithoch des DAX im Januar 2018 um gut 5% gefallen sind. Vor dem Hintergrund einer sich abzeichnenden globalen Konjunktur stabilisierung dürften zyklische Aktien in den kommenden Monaten besser performen als defensive Werte. Die Rotation von Growth zu Value und von defensiv zu zyklisch könnte den DAX in den kommenden Monaten antreiben.

Größte Unsicherheitsfaktoren bleiben die „alten Bekannten“ Handelsstreit und Brexit. Auch die bevorstehende US-Präsidentenwahl kann für Unruhe an den Märkten sorgen. Eine noch immer mögliche Rezession in Deutschland würde dem DAX weniger schaden als anderen deutschen Aktien. Eine enttäuschende Gewinnentwicklung könnte hingegen zu empfindlichen Kurskorrekturen führen.

Es gibt eine Reihe guter Gründe, warum Aktien aus den aufstrebenden Volkswirtschaften in einem ausgewogenen Portfolio nicht fehlen sollten.

So wächst in den Schwellenländern die einkommensstarke Mittelschicht kräftig und heizt die Nachfrage nach Konsumgütern an. Deren Hersteller stehen für rund ein Viertel der Schwellenländeraktien. Auch von digitalen Trends und technologischen Innovationen können Anleger profitieren: IT-Unternehmen sind mit 15% gewichtet, Unternehmen aus dem Bereich Telekommunikation mit 11%.

Die günstige demografische Entwicklung in vielen Schwellenländern ermöglicht ein hohes Potenzialwachstum. Auch 2020 dürfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den Schwellenländern stärker zulegen als in den Industriestaaten. Die Postbank prognostiziert, dass sich die Wachstumsdifferenz von 2,6 in diesem Jahr auf 3,2%-Punkte im kommenden Jahr vergrößern wird. Gleichzeitig könnte sich die Weltwirtschaft stabilisieren und mit 3,1% wachsen.

Die Schwellenländer dürften überproportional stark von der sich abzeichnenden Stabilisierung der Weltwirtschaft profitieren. So zeichnet sich seit Juli eine vorsichtige Trendwende im global kriselnden Verarbeitenden Gewerbe ab. Mit 49,8 Saldenpunkten lag der entsprechende Einkaufsmanagerindex (PMI) zuletzt zwar weiterhin knapp unter dem Schwellenwert von 50 Punkten, der einen Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität signalisiert. Doch seit drei Monaten ist ein Aufwärtstrend erkennbar.

Historisch gesehen gut für Schwellenländeraktien: In Phasen, in denen eine PMI-Erholung unterhalb des 20-Jahresdurchschnitts von 51,5 Punkten startete, kam es in der Vergangenheit zu Kursgewinnen. Die durchschnittliche monatliche Rendite betrug in diesen Perioden 2,8%. Lag der PMI zu Beginn der Erholungsphase über seinem Durchschnitt, ergab sich durchschnittlich eine Rendite von 1,3%.

In der Vergangenheit waren in Phasen, in denen der globale PMI für das Verarbeitende Gewerbe unter seinem Durchschnitt lag, dann jedoch stieg,

besonders Aktien aus Indonesien, Südkorea, Russland, Brasilien, Peru und Taiwan die Nutznießer. Auf Sektorebene entwickelten sich Papiere von IT-Unternehmen überdurchschnittlich stark. Das zeichnet sich auch jetzt auch wieder ab: Seit Anfang September liegen Aktien aus dem Technologiesektor mit 17% im Plus. Damit haben sie den Gesamtmarkt um 10%-Punkte übertroffen.

Ermöglicht wurden die Kursgewinne auch von günstigen Entwicklungen an den Devisenmärkten. Schwellenländeraktien korrelieren stark positiv mit den lokalen Währungen. Seit September büßte der US-Dollar ein Teil seiner Stärke ein und wertete gegenüber einem Warenkorb mit EM-Währungen um 1,5% ab. Gleichzeitig liegen Anteilsscheine aus den Emerging Markets auf Eurobasis 7% im Plus.

Wie schon in den vergangenen Monaten dürfte der Handelskonflikt zwischen China und den USA auch die Aktienmärkte in den Schwellenländern weiter bewegen. Das war erst jüngst zu studieren: Dass etwa im Zuge eines ersten Teilabkommens die Zölle nicht nur eingefroren, sondern beiderseitig abgebaut werden könnten, belebte insbesondere die asiatischen Börsen. Schwellenländeraktien aus der Region stiegen in den ersten beiden Handelswochen im November um 2% und liegen seit Jahresbeginn in Euro gerechnet nun um 13% im Plus.

Ein Abbau der US-Zölle könnte nicht nur die chinesischen Ausfuhren in die USA steigen lassen, sondern auch das chinesische Verbrauchervertrauen stützen und die Konsumnachfrage stärken. Eine Entwicklung, von der die umliegenden asiatischen Volkswirtschaften ebenfalls profitieren würden. Südkorea und Taiwan etwa stehen zusammen für ein Viertel des Gesamtmarkts der Schwellenländer, China selbst ist mit 30% gewichtet. Nach einem erwarteten Gewinnwachstum von nur 1% in diesem Jahr rechnet die Postbank für Unternehmen aus Asiens Schwellenländern 2020 aktuell mit einem Plus von 15% – Treibsatz für steigende Aktienkurse.

So zuversichtlich die Anleger in Hinblick auf eine Lösung des Handelsstreit auch sind: Noch ist nichts in trockenen Tüchern. Eine erneute Eskalation wird US-Präsident Donald Trump nach Ansicht vieler Experten im Wahljahr 2020 scheuen – sicher ist das aber keinesfalls. Auch ein mageres Wirtschaftswachstum in China birgt das Risiko für Enttäuschungen an den Aktienmärkten. Zu den weiteren Negativszenarien, die Anleger im Blick haben sollten, gehören eine unverhoffte USD-Stärke oder ein Inflationsschock, der die führenden Notenbanken zu einer strafferen Geldpolitik zwingen könnte.

Rohstoffe

Wachsende Hoffnungen auf eine Einigung beim US-chinesischen Handelsstreit haben im November die [Goldnotierungen](#) belastet. Die Krisenwährung notierte vorübergehend gut 100 US-Dollar unter ihrem Jahreshöchststand von 1.557 USD je Feinunze (31,1 Gramm) Anfang September. Außerdem preist der Markt weitere US-Leitzinssenkungen in diesem Jahr aus – auch das hat die Investoren zum Rückzug aus Gold bewogen. Weiter sinkende Realzinsen hätten die faktischen Goldhaltungskosten gesenkt, damit wäre das Edelmetall attraktiver geworden. Stattdessen ist das globale Volumen von Anleihen mit negativer Verzinsung seit Ende August um mehr als 30% auf 11,6 Billionen USD zurückgegangen.

Steigende Kapitalmarktzinsen erhöhen erkennbar das Interesse der Investoren an anderen Anlageformen. Kaufte Anbieter von Gold-ETFs im September noch 78 Tonnen des Edelmetalls, waren es im Oktober nur noch 44 Tonnen. Die Postbank hält den Preiserückgang bei Gold für übertrieben – weder Handelsstreit noch Brexit sind ausgestanden und negative Überraschungen jederzeit möglich.

Fortschritte bei der Lösung des Handelskonflikts könnten insbesondere Rohstoffunternehmen in die Karten spielen. Zölle und Gegenzölle beeinträchtigen seit Langem schon die Konjunktur der beiden größten Volkswirtschaften der Welt. Doch insbesondere die nachlassende Wachstumsdynamik in China belastet das Rohstoffsegment auf breiter Front. Als Indikator dient häufig der [Kupferpreis](#), da China für mehr als die Hälfte der Weltnachfrage steht.

Noch fallen die Kupferpreisbewegungen moderat aus. Doch so langsam scheinen die chinesischen Infrastrukturmaßnahmen Wirkung zu zeigen:

Nachdem die bereinigte Nachfrage von Februar bis Mai um fast 20% eingebrochen war, liegt sie inzwischen fast wieder auf dem Niveau von Januar 2019. Gleichzeitig sind Chinas Kupferlagerbestände inzwischen auf den niedrigsten Stand seit 2011 gefallen.

Werden die Bestände wieder aufgefüllt, könnten die Kupferpreise spürbar steigen – zumal aktuell rund 4% des globalen Angebots ausfallen: In Chile und Peru bleiben Minen streikbedingt geschlossen, auf den Philippinen wurde aus Umweltschutzgründen eine Produktionsstätte vorübergehend stillgelegt. Investoren sollten insbesondere die Proteste in Chile im Blick behalten. Die Solidarisierung der Minenarbeiter mit der Bevölkerung hat bislang nur geringe Auswirkungen auf den Kupfermarkt. Dies könnte sich aber bei einer Eskalation ändern. Der Andenstaat steht für 28% des globalen Angebots.

Nach Einschätzung der Analystengemeinde liegen die Kupfernotierungen derzeit aber noch rund 8% unter dem Schwellenpreis, der Investitionen in neue Kupferminenprojekte auslöst. Der Rückgang der Schmelzlöhne für Kupferhütten um 30 Prozent seit Jahresbeginn ist ein weiterer Beleg für die schwierige Lage am Kupfermarkt. Die Postbank bleibt aber positiv gestimmt. Eine Erholung der Weltwirtschaft sollte den Notierungen 2020 Auftrieb verleihen.

Allerdings reagieren die Kupferpreise zuletzt nicht nur sensibel auf Fundamentaldaten, sondern verstärkt auch auf Entwicklungen in Handelskonflikt zwischen den USA und China. Sollten die Fortschritte dort auf das erste Abkommen (Phase 1) begrenzt bleiben, dürfte dies den weiteren Anstieg der Kupfernotierungen ausbremsen.

Das Treffen der Organisation erdöl-exportierender Länder (OPEC) am 5. Dezember wird von Investoren mit Spannung erwartet. Es herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass das Kartell weitere Produktions-kürzungen beschließen muss, damit die Ölpreise nachhaltig steigen können. Doch die Chancen für einen entsprechenden Beschluss schätzt die Postbank als sehr gering ein.

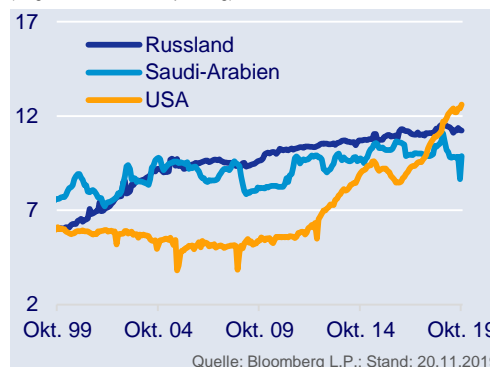
Der Marktanteil der OPEC sinkt seit dem Abkommen von Algier im Dezember 2016 kontinuierlich und beträgt aktuell noch gut 36% – so niedrig wie seit zwei Jahrzehnten nicht mehr. Game Changer ist das Fracking. Der massive Anstieg der Schieferölproduktion in den USA hat die Koordinaten an den Ölmärkten verschoben. Kontrollierte die OPEC früher die Angebotsseite, muss sie heute über niedrigere Förderquoten versuchen, die Preise zu stabilisieren. Die Einschätzung, dass der Druck auf die Preise kurzfristig nachlassen könnte, weil sich das Wachstum der Schieferölproduktion verlangsamt, teilt die Postbank nicht. Ein Rückgang der Schieferölproduktion ist noch Jahre entfernt.

Außerdem ist es schwer zu beurteilen, auf welchem Niveau die OPEC-Mitglieder eine Verringerung der verkauften Menge im Gegenzug zu einer Erhöhung des Preises pro Barrel akzeptieren. Die strategischen Ansätze unterscheiden sich. Während Saudi-Arabien höhere Ölpreise bevorzugt und dafür geringere Fördermengen in Kauf nimmt, sind kleinere Mitgliedsstaaten für höhere Produktionsmengen. So hat Ecuador für 2020 den Rückzug aus der OPEC angekündigt. Das südamerikanische Land musste bereits wegen Haushaltsengpässen die Subvention für Kraftstoffe streichen. Dies wiederum hat im Oktober zu landesweiten Protesten geführt. Weitere Produktionskürzungen würden die Lage weiter verschärfen.

Die Postbank hat inzwischen ihre Prognose für das Wachstum der Ölnachfrage 2020 von 1,4 Millionen auf 1 Million Barrel (159 Liter) pro Tag nach unten korrigiert. Dies steht im Einklang mit der Analystengemeinde und der OPEC selbst. Die US-Ölindustrie allein wäre in der Lage, die steigende Nachfrage zu bedienen. Addiert man das erwartete Angebotswachstum in anderen Nicht-OPEC-Ländern hinzu, errechnet sich für 2020 ein Produktionsüberschuss von fast 1 Million Barrel pro Tag. Bei ihren Überlegungen zu möglichen Produktions-kürzungen muss die OPEC zudem berücksichtigen, dass steigende Ölpreise gleichzeitig kostenintensivere Bohraktivitäten nach Schieferöl ermöglichen.

Ölproduktion der Top-3 Förderländer weltweit

(Angabe in Mio. Barrel pro Tag)



Währungen

Das überraschende Wachstumsplus der deutschen Wirtschaft im 3. Quartal hat den **Euro** gegenüber dem **US-Dollar** geschwächt. Grund: Europas größte Volkswirtschaft wird an der schwarzen Null festhalten, milliardenschwere Fiskalprogramme sind vorerst nicht wahrscheinlich. Hinzu kommt, dass das Konjunkturmilieu in den USA immer noch robuster ist als in der Eurozone. Negative Wachstumseffekte aus der Industrie, die unter den andauernden Handelskonflikten leidet, werden noch durch die starke Binnenkonjunktur kompensiert. Zuletzt konnte das US-Verbrauchervertrauen sogar zulegen.

Eine Lösung in der Brexit-Frage nach den Unterhauswahlen am 12. Dezember und eine mögliche Wiederbelebung der europäischen Konjunktur im kommenden Jahr können Argumente für einen stärkeren Euro sein. Die Postbank erwartet auf Jahressicht einen Wechselkurs von 1,15 USD je EUR.

Die Brexit-Saga geht weiter, frühestens am Tag nach den Parlamentswahlen am 12. Dezember könnte Klarheit über den endgültigen Austrittstermin des Vereinigten Königreichs aus der EU herrschen – oder eben weitere Konfusion. Die Bank of England hat jedenfalls schon signalisiert, die Schäden, die dreieinhalb Jahre Brexit-Chaos in der britischen Wirtschaft hinterlassen haben, möglicherweise durch eine expansivere Geldpolitik abzufedern. Das würde langfristig zu einer Abwertung des **britischen Pfunds (GBP)** gegenüber US-Dollar und Euro führen.

Kurzfristig dürfte der Wechselkurs des Pfunds zum Euro weiter volatil bleiben. Im Falle eines harten Brexits erwartet die Postbank die Parität des Währungspaares. Bei einem geordneten Austritt lautet die Prognose 0,93 EUR je GBP in 12 Monaten.

Diese Einschätzung basiert auf dem Szenario eines geordneten Austritts und unterliegt einer erheblichen Unsicherheit.

Konjunkturelle Frühindikatoren signalisierten zuletzt eine Eintrübung der Schweizer Wirtschaft. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte stark verlangsamen. Für das Gesamtjahr 2019 wird nun noch ein Plus von 0,9% gegenüber dem Vorjahr erwartet. Wegen des starken **Schweizer Frankens (CHF)** dürfte auf absehbare Zeit kein nennenswerter Preisdruck in der Alpenrepublik aufkommen – zumal die strenge Schuldenbremse eine fiskalpolitische Offensive aktuell ausschließt.

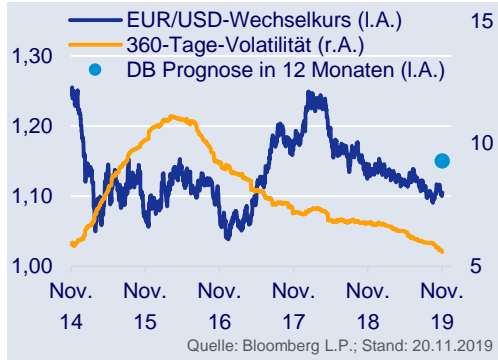
Gleichzeitig ist Spielraum der Schweizerischen Nationalbank (SNB) für eine expansivere Geldpolitik begrenzt – der Leitzins liegt schon bei -0,75% begrenzt. Die SNB könnte aber erneut am Devisenmarkt intervenieren, sollte sich wieder eine CHF-Aufwertung abzeichnen. Zuletzt hatten Fortschritte bei den internationalen Großrisiken Brexit und Handelskonflikt zu einer Abwertung des Franken beigetragen. Gegenüber dem Euro erwartet die Postbank auf 12-Monatssicht mit einer leichten Aufwertung auf 1,05 EUR je CHF.

In Japan haben zuletzt einige Konjunkturdaten positiv überrascht. Die Stimmung in den Unternehmen war im 3. Quartal besser als befürchtet. Die Exporte stehen zwar weiterhin unter Druck, der Außenhandel insgesamt scheint das BIP-Wachstum aktuell aber nicht weiter zu belasten. Auch die Anfang Oktober in Kraft getretene Mehrwertsteuererhöhung bremst offenbar den heimischen Konsum weniger stark aus als zuvor vermutet worden war. Die Postbank erwartet deshalb keine Änderung bei der japanischen Geldpolitik.

Grundsätzlich aber bleibt das Risiko bestehen, dass das japanische Wirtschaftswachstum durch externe Faktoren ausgebremst wird. Der japanischen Yen (JPY) dürfte in den kommenden 12 Monaten gegenüber dem Euro leicht auf 117,30 Yen je EUR aufwerten.

EUR/USD-Wechselkurs und Volatilität

(l.A.: Angabe in Euro je US-Dollar; r.A.: Volatilität in Prozent)



Immobilien

Der europäische Immobilienmarkt ist im Großen und Ganzen in einer guten Verfassung. Die steigende Nachfrage nach Büroflächen insbesondere an den führenden Standorten in Spanien, den Niederlanden und in Deutschland haben zu einem deutlichen Anstieg der Mieten beigetragen. Europäische Logistikimmobilien setzen ihren Siegeszug fort und verzeichnen ein zuletzt solides Mietwachstum. Maßgeblicher Treiber dieser Entwicklung ist der zweistellig wachsende E-Commerce – der gleichzeitig mächtig Gegenwind für den klassischen Einzelhandel bedeutet.

Das gleiche Muster zeigt sich auf Investorensseite. Im Vergleich zum erneut starken Vorjahr hat sich die Investitionstätigkeit am europäischen Immobilienmarkt in den ersten sechs Monaten 2019 um 30% abgeschwächt. Auf Länderebene trägt Großbritannien maßgeblich zu dieser Entwicklung bei – der nach wie vor offene Ausgang beim Brexit wirkt sich hier besonders negativ aus. Auf Segmentebene verzeichnet der europäische Einzelhandel den größten Rückgang und weist für das 1. Halbjahr die niedrigste Investitionssumme seit 2009 aus. Dagegen ist die Investitionsnachfrage im Bereich Wohnen (Hotels, Wohnungen) ungebrochen hoch und könnte weiter steigen.

Der [europäische Büroimmobilienmarkt](#) bleibt nach Einschätzung der Postbank in einer starken Position. Obgleich die Dynamik am Arbeitsmarkt insgesamt absehbar nachlässt, dürfte das Beschäftigungswachstum in den europäischen Großstädten überdurchschnittlich ausfallen und die Nachfrage nach Büroflächen hochhalten. Außerdem agieren Büroimmobilienentwickler vorsichtiger als in früheren Zyklen. Die rollierende Jahresquote der Baubeginne liegt nach wie vor bei nur knapp 2% des aktuellen Bestands – und damit um die Hälfte unter dem Wert von 2007, als

die Rahmenbedingungen vergleichbar waren. Entsprechend sind die europäischen Leerstandsquoten weiterhin rückläufig und erreichten im 1. Quartal 2019 durchschnittlich 6,8%. Prosperierende Standorte wie Berlin, München und Paris liegen noch deutlich darunter.

Nach Einschätzung der Postbank bleiben die Leerstände auch in den kommenden Jahren unterhalb ihres langjährigen Durchschnitts. Dies dürfte sich positiv beim Mietwachstum niederschlagen. Von April 2018 bis März 2019 kletterten die durchschnittlichen europäischen Spitzenmieten um 3,9%. Für den Zeitraum bis zum 2. Quartal 2024 lautet die Prognose 2% nominales Mietwachstum jährlich – und dürfte damit leicht über der Inflation liegen.

Die Konsumnachfrage in Europa ist nach wie vor robust, aber strukturelle Veränderungen im Käuferverhalten – Stichwort: Onlinehandel – wirken sich weiterhin spürbar negativ auf [Einzelhandelsimmobilien](#) aus. Die Postbank hat erneut ihre Prognose für das Mietwachstum von Einkaufszentren herabgestuft. Trotz eines stark rückläufigen Neubauvolumens, das 2018 mit 1,2% vom Bestand deutlich unter dem 20-Jahresdurchschnitt von 4% lag, steigen die verfügbaren Flächen im Einzelhandel seit Jahren. In den vergangenen 10 Jahren verdoppelte sich die Leerstandsquote bei Einkaufszentren auf 8,6%. Noch dramatischer ist die Entwicklung bei kleinen Einkaufszentren (unter 15.000 qm), wo der Leerstand nun im Durchschnitt über 15% liegt.

Der [europäische Logistikmarkt](#) bleibt aktuell im Gleichgewicht. Die Anzahl der im Bau befindlichen Flächen ist in den vergangenen 10 Jahren zwar stetig gestiegen, gleichzeitig erreichte die Flächenauslastung 2018 einen neuen Höchststand.

Bislang übertrifft die Nachfrage das Angebot. Die Leerstände sinken seit 10 Jahren, zuletzt aber hat sich die europäische Quote bei rund 4% eingependelt. Tatsächlich verzeichnen einige Standorte einen ersten Anstieg verfügbarer Flächen. Besonders betroffen ist das Vereinigte Königreich, wo der zunehmende Leerstand von Top-Immobilien in erstklassiger Lage auch durch spekulative Neubautätigkeit begünstigt wird. Diesem Phänomen sieht sich auch der Gesamtmarkt ausgesetzt: Europaweit wird inzwischen mehr als ein Fünftel der Logistikimmobilien mit einer Fläche ab 10.000 qm spekulativ entwickelt – mehr als doppelt so viel wie zu Beginn des Jahrzehnts.

Im 1. Quartal 2019 meldete das Segment für Big-Box-Logistikimmobilien bei den Spitzenmieten ein Plus von 2,7% im Vergleich zum Vorjahr. Für eine Branche, die in der Vergangenheit wenig oder gar kein Mietwachstum verzeichnen konnte, ist das eine beeindruckende Entwicklung. Obwohl die Mieten für große Distributionslager steigen, wachsen die städtischen Logistikeinheiten noch schneller. Die Großflächenvertriebsmieten liegen erst seit kurzem wieder auf dem Niveau von vor zehn Jahren, doch im gleichen Zeitraum sind die Mieten für städtische Logistikimmobilien im Durchschnitt um fast 25% gestiegen. Einzelne Märkte wie München oder London meldeten sogar einen Anstieg um 50%.

Kapital- & Finanzmarktprognosen

BIP Wachstum in %

	2018	2019	2020
Welt	3,7	3,1	3,1
USA	2,9	2,2	1,6
Euroland	1,9	1,1	0,9
Deutschland	1,5	0,6	0,8
Japan	0,8	0,8	0,2
China	6,6	6,2	5,8

Inflation (CPI) in %

	2018	2019	2020
Welt	3,2	3,0	3,1
USA	1,9	1,9	1,9
Euroland	1,8	1,3	1,3
Deutschland	1,7	1,5	1,6
Japan	1,0	0,8	1,4
China	2,1	2,4	2,5

Geldpolitik

Leitzinssätze in %	Akt. Wert	12 Monate
3M-EURIBOR	-0,40	-0,40
Euroland	0,00	0,00
USA	1,75	1,75
Japan	-0,10	0,00

Währungen

Währungspaar	Akt. Wert	12 Monate
EUR/USD	1,10	1,15
EUR/GBP	0,86	0,89
EUR/JPY	120,16	120,75
EUR/CHF	1,10	1,11
EUR/NOK	10,10	10,00

Renten

Marktzinsen 10J-Bonds in %	Akt. Wert	12 Monate
Deutschland	-0,37	-0,35
Frankreich	-0,07	0,15
Italien	1,15	1,50
Spanien	0,38	0,70
USA	1,74	1,85
UK	0,65	0,95
China	3,19	2,90
Indien	6,48	6,25
Russland	6,55	6,25
Brasilien	6,98	7,00

Aktien

Indizes	Akt. Wert	12 Monate
USA (S&P 500 in USD)	3.141	3.200
Euroland (Euro Stoxx 50)	3.721	3.770
Deutschland (DAX)	13.309	14.000
Italien (FTSE MIB)	23.625	24.000
Spanien (IBEX 35)	9.376	9.500
Japan (Topix in JPY)	1.711	1.750
Asien EM (MSCI in USD)	536	575
Lateinamerika (MSCI in US)	2.625	2.780
Brasilien (MSCI in BRL)	341.238	365.000
China (MSCI in HKD)	80	86
Indien (MSCI in INR)	1.354	1.400
Russland (MSCI in USD)	757	780

Rohstoffe

Rohstoffe	Akt. Wert	12 Monate
Rohöl (Brent) (in USD)	64,29	58,00
Gold (in USD)	1.458,79	1.550,00
Silber (in USD)	17,04	18,50

Stand: 27.11.2019 10:00