

Oktober 2019

➤ **EWU-Konjunktur: Rezession in Deutschland – Eurozone wächst nur noch sehr verhalten**

Technische Rezession im Sommerhalbjahr hierzulande so gut wie sicher
Noch kein Licht am Ende des Tunnels
EWU-Inflation bleibt vorerst niedrig

➤ **US-Konjunktur: Moderates Wachstum voraus**

Verbraucher nach wie vor in Kauflaune – Industrie schwächelt
Unternehmensstimmung signalisiert weitere Wachstumsabschwächung
Anstieg der Kerninflation kein Grund zur Sorge

➤ **Rentenmarkt: Höhere Zinsen rücken in weite Ferne**

Keine neuen Renditetiefstände
EZB beschließt umfangreiches Lockerungspaket
Fed bleibt auf Zinssenkungskurs
US-Renditen auf Jahressicht niedriger

➤ **Aktienmarkt: Volatile Seitwärtsbewegung erwartet**

Internationale Leitindizes weltweit meist mit Kurszuwachs in 2019
DAX & Co. griffen bisherige Jahreshöchststände an
Abwärtsrevision der Gewinnerwartungen dauert an

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: 25. September 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.

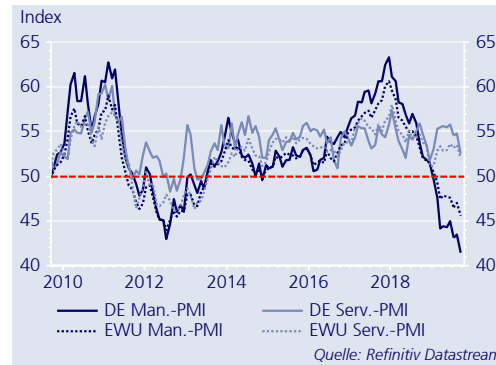
EWU-Konjunktur: Rezession in Deutschland – Eurozone wächst nur noch sehr verhalten

Technische Rezession im Sommerhalbjahr hierzulande so gut wie sicher

Während die deutsche Wirtschaftsleistung im Frühjahr um 0,1% gegenüber der Vorperiode geschrumpft ist, legte das BIP der Eurozone um moderate 0,2% zu. Die nun veröffentlichten Detaildaten zeigen, dass positive Impulse im Euroraum neben privatem und staatlichem Konsum insbesondere von Seiten der Bruttoanlageinvestitionen kamen. Hingegen dämpfte der Außenhandel das BIP-Wachstum um 0,1 Prozentpunkte, war damit aber im Vergleich zu Deutschland (-0,5 Prozentpunkte) nur eine leichte Wachstumsbremse.

Die bislang für das 3. Quartal vorliegenden Konjunkturindikatoren sprechen nicht dafür, dass Deutschland und die Eurozone ihre Wachstumsschwäche hinter sich lassen konnten – im Gegenteil: Hierzulande stehen die Zeichen für das Sommerhalbjahr klar auf Rezession. Dies ist in erster Linie der Krise in der deutschen Industrie geschuldet, wobei die Vielzahl externer Belastungsfaktoren – Handelsstreitigkeiten, Brexit & Co. – durch einige hausgemachte Probleme noch verschärft wurde. Jüngst vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte Daten zeigen, dass der Industrieausstoß in Deutschland im Juli um 0,6% zum Vormonat gesunken ist – der zweite Rückgang in Serie beziehungsweise der vierte im bisherigen Jahresverlauf. Damit bewegt sich das Produktionsniveau weiterhin um mehr als vier Prozent unter Vorjahr. Die Vorjahresrate ist niedriger als im Jahr 2012, als die deutsche Volkswirtschaft letztmals eine milde Rezession durchlebte. Obgleich das Ergebnis für nur einen Monat im 3. Quartal nicht überbewertet werden darf – selbst das niedrige Outputniveau aus dem Frühjahr dürfte die deutsche Industrie im Sommer noch unterboten und sich damit erneut als Bremsklotz für die Konjunktur erwiesen haben. Auch wenn es in anderen Sektoren wie im Dienstleistungsbereich oder insbesondere im Bau immer noch deutlich besser aussah und vor allem der private Ver-

Industrie-Schwäche greift mehr und mehr auf Dienstleistungssektor über



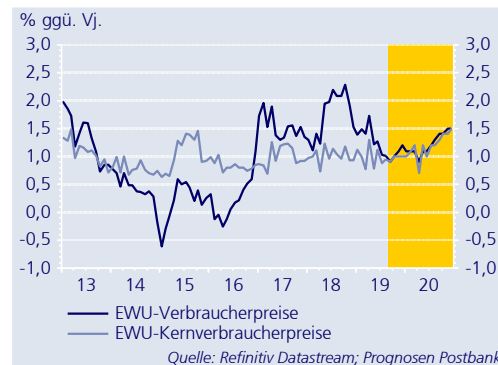
brauch sich hierzulande dank steigender Löhne und moderater Inflation immer noch als Wachstumsstütze erwies – eine technische Rezession im 2. und 3. Quartal ist so gut wie sicher. Aufgrund der geringeren Exportorientierung dürfte die Eurozone insgesamt wiederum im 3. Quartal leicht um 0,1% gewachsen sein.

Noch kein Licht am Ende des Tunnels

Problematischer als ein schwacher Sommer erscheint uns die Tatsache, dass es bislang keinerlei Anzeichen für eine nachfolgend einsetzende, signifikante Besserung gibt. Dies wird nicht nur durch eine weiterhin schwache Auftragsentwicklung in der Industrie, sondern insbesondere auch durch diverse Sentimentindikatoren untermauert. So sank der deutsche Composite-Einkaufsmanagerindex im September unter die Expansionsschwelle von 50 Punkten, da die Schwäche in der Industrie (-2,1 auf 41,4 Zähler) immer mehr auch auf den Dienstleistungssektor (-2,3 auf 52,5 Punkte) ausstrahlt und Sorgen bezüglich einer tiefergreifenden Rezession schürt. Für die Eurozone insgesamt sieht es nur etwas besser aus. Mit Blick auf die kommenden Monate ergibt sich damit ein äußerst trübes Konjunkturbild. Obwohl die jüngste EZB-Entscheidung das Niedrigzinsumfeld im Euroraum auf absehbare Zeit zementiert hat

und zuletzt auch wieder konjunkturfreundlichere Nachrichten – Annäherungen in den Handelsstreitigkeiten, Hoffnung auf einen geordneten Brexit, etc. – die Runde machten, haben sich beispielsweise die ifo-Geschäftserwartungen im September nochmals verschlechtert und verzeichnen aktuell ihr niedrigstes Niveau seit der auf die Finanzkrise folgenden Rezession 2009. Vor diesem Hintergrund gehen wir nunmehr davon aus, dass die deutsche Wirtschaft nach einem Minus von 0,3% im 3. Quartal auch im Schlussquartal 2019 um 0,1% schrumpfen wird. Die Eurozone insgesamt dürfte nur anämisch um 0,1% wachsen. Mit Blick auf 2020 sind wir nur wenig optimistischer, da uns die Phantasie fehlt, woher eine kräftige Konjunkturbelebung rühren sollte. Impulse könnten allerdings von der expansiven Geldpolitik sowie möglichen fiskalischen Stimuli in den einzelnen Euro-Mitgliedsstaaten ausgehen. Nicht erst seit den diesbezüglichen, vehementen Äußerungen von EZB-Präsident Draghi im September werden entsprechende Rufe immer lauter. Wenn Mitte November die BIP-Daten für das 3. Quartal hierzu eine Rezession offiziell bestätigen, könnten diese zu einem Orkan anschwellen. 2020 rechnen wir für das deutsche BIP – alleine aufgrund eines positiv wirkenden Arbeitstageeffekts – mit einer Wachstumsbeschleunigung von +0,3% auf +0,7%. Die Eurozone dürfte nach +1,1% in diesem Jahr 2020 um +0,8% wachsen.

Keine Anzeichen für zunehmenden Preisdruck im Euroraum



EWU-Inflation bleibt vorerst niedrig

Die EWU-Inflationsrate lag im August wie schon im Vormonat bei 1,0% und damit auf ihrem niedrigsten Niveau seit knapp drei Jahren. Die Kerninflation wurde nach wie vor mit 0,9% ausgewiesen. Angesichts der schwächelnden Konjunktur und einer auch auf den Vorstufen verhaltenen Preisdynamik rechnen wir auf Sicht der kommenden Monate allenfalls mit einem moderaten Anstieg. Da sich bislang nicht abzeichnet, dass sich der jüngste Angebotschock bei Rohöl in dauerhaft höheren Energiepreisen niederschlägt, sind auch von dieser Seite keine nachhaltigen, preistreibenden Effekte zu erwarten. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Inflationsrate 2019 und 2020 jeweils bei 1,2% liegen.

Dr. Lucas Kramer

Prognosen Postbank

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

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

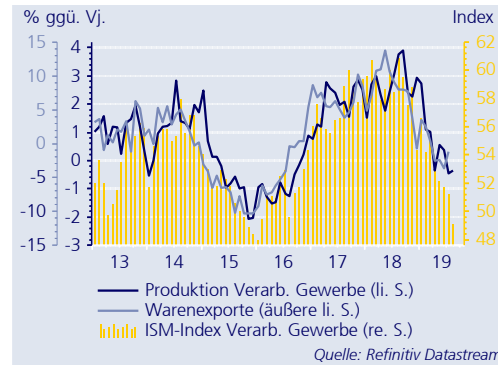
US-Konjunktur: Moderates Wachstum voraus

Verbraucher nach wie vor in Kauflaune – Industrie schwächelt

Handelsstreitigkeiten, global reduzierte Wachstumsaussichten, (geo-)politische Spannungen – all das konnte der Kauflaune der privaten Haushalte in den USA bisher wenig anhaben. Vielmehr zeichnet sich in den bislang vorliegenden Daten für das zu Ende gehende 3. Quartal ein weiterer, ordentlicher Wachstumsimpuls seitens des privaten Verbrauchs ab. Hierauf deutet jedenfalls die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze hin. In der für die Schätzung des privaten Konsums relevanten Abgrenzung ‚retail control‘ (ohne Autos, Tankstellenumsätze, Baumaterialien und Gastronomie) sind die Umsätze zuletzt sechsmal in Folge im Vormonatsvergleich gestiegen. Im Mittel der Monate Juli und August lagen die Umsätze dabei gut eineinhalb Prozent höher als im Durchschnitt des 2. Quartals. Damit spricht Vieles dafür, dass der private Verbrauch das US-BIP-Wachstum im Sommer erneut kräftig angeschoben hat. Die Daten zeigen aber auch, dass der Impuls wohl nicht ganz so groß ausgefallen ist wie in der Vorperiode.

Ein konträres Bild ergibt sich für die US-Industrie, auch wenn deren Ausstoß im August mit einem Plus von 0,6% im Vormonatsvergleich positiv zu überraschen wusste. Das für rund 75% hiervon stehende Verarbeitende Gewerbe konnte um 0,5% zulegen. Dennoch lässt sich die Entwicklung in der Industrie im bisherigen Jahresverlauf bestenfalls als Stagnation bezeichnen. So lag der Ausstoß des Verarbeitenden Gewerbes im Juli und August jeweils ein knappes halbes Prozent niedriger als im entsprechenden Monat des Vorjahres. Die Vorjahresrate war damit zuletzt so niedrig wie vor knapp drei Jahren, nachdem sie im September 2018 noch ein zyklisches Hoch von fast vier Prozent erreicht hatte. Neben den immer offener zu Tage tretenden Auswirkungen der Handelsstreitigkeiten macht sich hier auch bemerkbar, dass die zwischenzeitlichen, positiven Effekte der

Handelsstreitigkeiten belasten zunehmend auch die US-Industrie



Steuerreform aus dem Vorjahr inzwischen weggefallen sind. In ähnlicher Form gilt dies auch für die Warenexporte der USA, die aktuell ebenfalls klar unter ihrem Vorjahresniveau liegen. In der Summe sprechen die monatlichen Konjunkturindikatoren zwar für eine Fortsetzung des Wachstumspfads der US-Wirtschaft im 3. Quartal – dies jedoch in abermals vermindertem Tempo. In annualisierter Rechnung dürfte das US-BIP im Sommer lediglich noch um 1,5% gegenüber dem Vorquartal zugelegt haben.

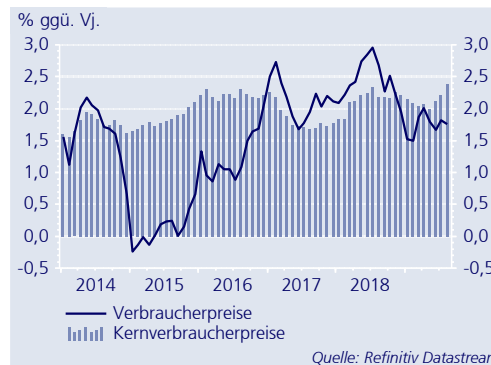
Unternehmensstimmung signalisiert weitere Wachstumsabschwächung

Die schwache Dynamik in der Industrie, die nach wie vor ungelösten Handelsstreitigkeiten – ein erneutes Aufflammen der Debatte über US-Zölle auf europäische Autos dürfte nur eine Frage der Zeit sein – und neue Spannungen im Nahen Osten haben unsere Erwartungen nochmals bekräftigt, dass sich das US-Wachstumstempo um den Jahreswechsel 2019/2020 weiter verlangsamen wird. Während der ISM-Index für das Nicht-Verarbeitende Gewerbe mit zuletzt 56,4 Zählern immer noch Expansion signalisierte, ist sein Pendant für die Industrie im August auf 49,1 Punkte und damit erstmals seit genau drei Jahren wieder unter die Expansionsschwelle von 50 Punkten

gesunken. Dabei ist ein einzelner Monatswert für sich genommen sicher nicht besorgniserregend – der niedrigste Wert der ISM-Auftragskomponente im Verarbeitenden Gewerbe seit Mitte 2012 oder der seit rund einem Jahr anhaltende Abwärtstrend in diversen Unternehmensumfragen sind es gleichwohl schon. Wir rechnen daher für das Winterhalbjahr lediglich mit Quartalswachstumsraten in Höhe von annualisiert jeweils gut einem Prozent. Einen Absturz erwarten wir angesichts der soliden Konsumdynamik aber weiterhin nicht.

Im weiteren Jahresverlauf 2020 sollte das Wachstumstempo dann sukzessive wieder etwas zunehmen. Hierfür spricht in unseren Augen insbesondere, dass die Fed ihren Leitzinssenkungen im Juli und September dieses Jahres in schneller Abfolge weitere Schritte folgen lassen dürfte, da die Währungshüter selbst immer wieder auf die thematisierten Belastungsfaktoren für die US-Konjunktur hingewiesen haben. Das freundliche Zinsumfeld dürfte dabei die zuletzt schwächelnde Investitionsdynamik begünstigen. Dies gilt insbesondere, wenn darüber hinaus im nächsten Jahr Fortschritte im US-chinesischen Handelsstreit vermeldet werden sollten – im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen sicher keine unwahrscheinliche Entwicklung. Gleiches gilt für von der Trump-Administration bereits ins Spiel gebrachte fiskalische Impulse. In der Summe gehen wir dennoch davon aus, dass die US-Wirtschaft nach einem Plus von 2,2% in diesem Jahr 2020 etwas langsamer als bislang von uns erwartet um

Grundlegender Preisauftrieb zuletzt etwas stärker



1,5% im Vorjahresvergleich zulegen wird. Grund hierfür ist insbesondere die Konjunkturdelle um den Jahreswechsel und die damit einhergehende, niedrigere Ausgangsbasis für 2020.

Anstieg der Kerninflation kein Grund zur Sorge

Die US-Kernverbraucherpreise sind im August bereits den dritten Monat in Serie überdurchschnittlich um 0,3% zum Vormonat gestiegen. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass steigende Löhne infolge des nach wie vor engen US-Arbeitsmarkts oder auch Preissteigerungen aufgrund höherer US-Importzölle den grundlegenden Preisauftrieb zuletzt beschleunigt haben. Die Kerninflationsrate stieg im August von 2,2% auf 2,4% und damit auf ihr höchstes Niveau seit dem Jahr 2008. Aufgrund der insgesamt schwächer erwarteten Konjunkturdynamik dürfte die Aufwärtsbewegung aber temporärer Natur sein. Auch ist nicht davon auszugehen, dass die gesamten Verbraucherpreise, deren Anstieg im Sommer von sinkenden Energiepreisen gebremst wurde, auf absehbare Zeit deutlicher zulegen, zumal sich nach den Anschlägen auf saudi-arabische Ölanlagen keine persistente Angebotsverknappung abzeichnet. Wir rechnen daher für die kommenden Monate allenfalls mit einem leichten Anstieg der Inflationsrate. Diese dürfte im Jahresdurchschnitt 2019 von 2,4% auf 1,7% sinken und 2020 nur leicht auf 1,9% anziehen.

Dr. Lucas Kramer

Prognosen Postbank

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

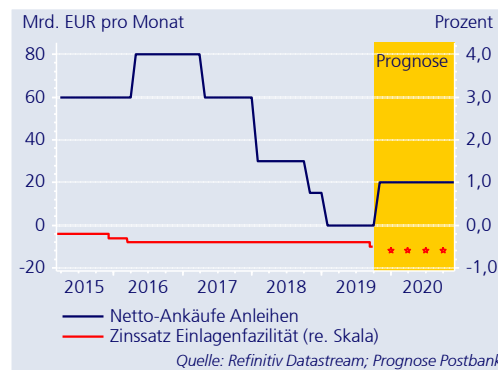
* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Rentenmarkt: Höhere Zinsen rücken in weite Ferne

Keine neuen Renditetiefstände

Nachdem die Kapitalmarktrenditen in den vorangegangenen Monaten von einem Rekordtief zum nächsten geeilt sind, kam es in der ersten Septemberhälfte zu einer moderaten Gegenbewegung. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stieg dabei bis auf -0,45% an, zuletzt lag sie wieder etwas tiefer, bei -0,60%. Auch US-Treasuries rentieren mit aktuell 1,66% moderat höher als noch vor ein paar Wochen. Ein Treiber dieser Entwicklung waren Entspannungssignale im US-chinesischen Handelsstreit. Beide Kontrahenten haben die zuvor angekündigte Zollerhöhung für bestimmte Güter verschoben und damit ihren Willen zur Fortsetzung der Verhandlungen über ein Handelsabkommen bekräftigt. In der Folge hat sich die Unsicherheit an den Märkten reduziert, risikoreichere Anlageformen wie z.B. Aktien waren dementsprechend wieder etwas stärker gefragt. Hierzu passt auch, dass klassische „Fluchtwährungen“ wie der japanische Yen oder der Schweizer Franken Anfang September gegenüber dem Euro zumindest temporär an Wert verloren haben. Zu moderat höheren Renditen dürften auch die Entscheidungen der EZB und der Fed beigetragen haben. Zwar haben beide Notenbanken ihre Geldpolitik weiter gelockert, wobei die EZB dabei sogar noch teilweise über die Markterwartungen hinausgegangen ist. Allerdings wurden die mittelfristigen Erwartungen im Hinblick auf weitere Zins-schritte eher gedämpft. Nach kritischen Äußerungen Donald Trumps zum Stand der Verhandlungen mit China nahm die Skepsis über eine baldige Einigung im Handelsstreit zuletzt wieder zu. Renditedämpfend wirkten zudem unerwartet schwache Konjunkturdaten aus der Eurozone, wodurch sich die Sorgen vor einer Rezession verstärkt haben. Gleichwohl liegen die Renditen aktuell immer noch leicht oberhalb der Niveaus, die Ende August erreicht worden waren.

EZB senkt Leitzins und nimmt Netto-Anleihekäufe wieder auf



EZB beschließt umfangreiches Lockerungspaket

Die EZB hat auf ihrer Sitzung am 12. September ein ganzes Bündel von Maßnahmen verabschiedet, um die konjunkturellen Risiken für den Euroraum abzufedern und die Erreichung ihres Inflationsziels sicherzustellen. Der seit Mitte 2014 negative Zinssatz für die Einlagenfazilität wurde weiter abgesenkt, auf nunmehr -0,50%. Gleichzeitig haben die Währungshüter ihre sogenannte Forward Guidance für die Zinsen angepasst, indem sie nun eine Bedingung für höhere Leitzinsen eingeführt haben. Danach sollen die Zinsen erst dann erhöht werden, wenn sich die Inflationsaussichten deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2% liegt. Neu ist auch, dass die EZB bei der Beurteilung des Inflationsausblicks nun explizit auch die Entwicklung der Kerninflation berücksichtigen wird. Bei vorangegangenen Entscheidungen hatte die EZB in ihrer Forward Guidance noch einen konkreten Zeitraum genannt, in dem die Leitzinsen auf dem aktuellen bzw. einem niedrigeren Niveau bleiben sollen. Auch wenn die Einführung einer Bedingung für Leitzinserhöhungen per se nicht einfach mit einer Ausweitung der Forward Guidance gleichzusetzen ist, so wurde die Änderung vom Markt doch dahingehend interpretiert. Denn die Notenbank rechnet

laut ihren neu veröffentlichten Prognosen selbst nicht damit, dass sich die Inflationsrate innerhalb der kommenden zwei bis drei Jahre ihrem Zielwert von knapp 2% annähern wird. Da auch wir einen schnellen Anstieg der Inflation im Euroraum für unwahrscheinlich halten, läuft die Änderung damit de facto auf eine Ausweitung der Forward Guidance hinaus.

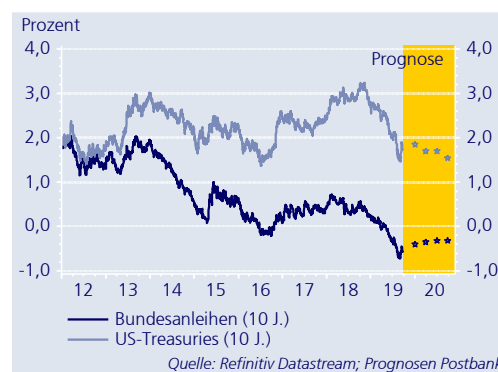
Um Belastungen für Banken mit Überschussliquidität durch die weitere Absenkung des Einlagenzinses zu begrenzen, hat die EZB erstmals eine Staffelung des Zinssatzes für bei ihr gehaltene Einlagen eingeführt. Danach sollen Einlagen zunächst bis zum sechsfachen der jeweiligen Mindestreserve künftig nicht mehr mit dem negativen Einlagenzins, sondern mit null Prozent verzinst werden. Der Multiplikator kann von der Notenbank zur Steuerung der Marktzinsen jederzeit angepasst werden. Die EZB folgt damit dem Beispiel anderer Notenbanken, wie der Bank of Japan und der Schweizerischen Nationalbank, die bereits früher einen solchen Freibetrag eingeführt haben. Aktuell parken Finanzinstitute gut 500 Mrd. Euro an Liquidität bei der Deutschen Bundesbank. Davon entfallen 36 Mrd. Euro auf die vorgeschriebene Mindestreserve, so dass auf Basis der aktuellen Zahlen in Zukunft knapp die Hälfte der vorhandenen Überschussliquidität vom „Strafzins“ befreit wäre. Grob geschätzt würden die Banken in Deutschland damit pro Jahr aber immer noch gut 1 Mrd. Euro an Zinsen für ihre Liquiditätshaltung an die Notenbank überweisen.

Eine weitere wichtige Entscheidung der EZB betrifft die Wiederaufnahme von Nettoanleihekäufen. Die Notenbank wird ab November 2019 Anleihen im Volumen von 20 Mrd. Euro pro Monat erwerben. Darüber hinaus wird sie früher angekaufte Anleihen, die auslaufen, wie bisher durch neue ersetzen. Je nach Volumen der Ausläufe wird die EZB damit deutlich mehr als 20 Mrd. Euro pro Monat am Anleihemarkt investieren und dementsprechend ein wichtiger „Player“ am Markt bleiben. Auf eine Anhebung der selbstgesteckten Grenzen für den Ankauf einzelner Wertpapiere oder Emittenten haben die Währungshüter

zunächst verzichtet. Dafür darf die Notenbank nun auch nichtstaatliche Anleihen mit einer Rendite unterhalb des Einlagenzinssatzes erwerben. Eine weitere Entscheidung betrifft die Konditionen für die neuen langfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB. Demnach wird die Laufzeit deutlich länger (3 Jahre anstatt 2 Jahre) und die Verzinsung günstiger ausfallen als ursprünglich angekündigt. Mit Hilfe dieses Instruments möchten die Währungshüter für Banken einen Anreiz setzen, ihre Kreditvergabe an den privaten Sektor auszuweiten.

Auch wenn die einzelnen Maßnahmen für sich genommen in etwa wie erwartet ausfielen, kann das von der EZB beschlossene Gesamtpaket doch als überraschend expansiv bezeichnet werden. Gleichwohl fiel die Reaktion an den Märkten verhalten aus. Dies dürfte auch daran liegen, dass die Marktteilnehmer ihren Fokus zunehmend auf die Grenzen einer weiteren Lockerung der Geldpolitik im Euroraum legen. Der EZB-Präsident dürfte mit seiner deutlichen Forderung nach einer fiskalpolitischen Lockerung zur Stützung der Konjunktur diese Marktsicht noch verstärkt haben. Tatsächlich sind die weiteren Möglichkeiten der EZB, auch im Falle einer Rezession im Euroraum oder einer anhaltenden Verfehlung des Inflationsziels, begrenzt. Anders als in den USA befinden sich die Leitzinsen im Euroraum auf einem Niveau, das nur noch wenig Spielraum nach unten bietet. Auch mit ihren Anleihekäufen dürfte die EZB zumindest in einzelnen Segmenten bald an faktische

Kapitalmarktrenditen bleiben niedrig



und/oder rechtliche Grenzen stoßen. Interessanterweise hat der Markt Leitzinssenkungserwartungen für den Euroraum nach der Notenbanksitzung ausgepreist. Gleichzeitig sind die impliziten Inflationserwartungen kaum angestiegen. Dies kann als Signal gewertet werden, dass die Marktteilnehmer nicht mehr daran glauben, dass die Währungshüter genügend Instrumente haben, um ihr Inflationsziel auf absehbare Zeit zu erreichen. Dennoch halten wir eine nochmalige Absenkung des Einlagenszinssatzes um 10 Basispunkte im Dezember weiterhin für wahrscheinlich, auch wenn dieser Schritt eher symbolischen Charakter haben und am ehesten noch auf eine Schwächung des Euro zielen dürfte.

Fed bleibt auf Zinssenkungskurs

Die US-Notenbank hat den Leitzins auf ihrer Sitzung Mitte September wie erwartet noch einmal um 25 Bp. abgesenkt. Der Korridor für die Fed Funds liegt damit nun zwischen 1,75% und 2,00%. Anders als von einigen Marktteilnehmern erwartet, gab es jedoch keine eindeutigen Signale für weitere Zinssenkungen in den kommenden Monaten. Nur acht von zehn Mitgliedern des FOMC haben für eine Zinssenkung gestimmt, wobei sie im Median weder für dieses noch für das kommende Jahr eine weitere Absenkung der Zinsen erwarten. Auch die Ausführungen des Fed-Präsidenten nach der Sitzung gaben kaum Anlass für Spekulationen auf eine baldige weitere Lockerung der Geldpolitik durch die US-Notenbank. Allerdings sind die konjunkturellen Abwärtsrisiken, die vom Exportsektor ausgehen, auch für die USA aktuell sehr hoch. Gleichzeitig liegen die Inflationserwartungen auf einem anhaltend niedrigen Niveau. Wir halten weitere Zinssenkungen durch die Fed daher für wahrscheinlich, auch um das mit einem hohen Zinsvorteil gegenüber anderen Währungsräumen verbundene Risiko einer weiteren Aufwertung des US-Dollar zu reduzieren. Wir erwarten daher, dass die US-Notenbank den Zielkorridor für den Leitzins auf Sicht der kommenden 12 Monate in drei Schritten von jeweils 25 Basispunkten auf dann 1,00 bis 1,25% reduzieren wird.

US-Renditen auf Jahressicht niedriger

Vor dem Hintergrund anhaltender politischer Risiken und schwacher Konjunkturdaten ist ein signifikanter, nachhaltiger Anstieg der Kapitalmarktrenditen im Euroraum und in den USA auf absehbare Zeit unwahrscheinlich. Hinzu kommt, dass die EZB mit der impliziten Ausdehnung ihrer Forward Guidance für längere Zeit niedrige Leitzinsen verkündet hat. Gleichzeitig spricht auch die Wiederaufnahme der Netto-Anleihekäufe im Euroraum für ein anhaltend moderates Zinsniveau. Wir gehen daher davon aus, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf Jahressicht auf -0,30% und dementsprechend kaum ansteigen wird. Auch in den USA stehen die Zeichen auf anhaltend niedrige Zinsen. Die Rendite von US-Treasuries gleicher Laufzeit dürfte in 12 Monaten bei 1,55% liegen, was einem leichten Rückgang gegenüber dem aktuellen Stand entsprechen würde.

Dr. Marco Bargel

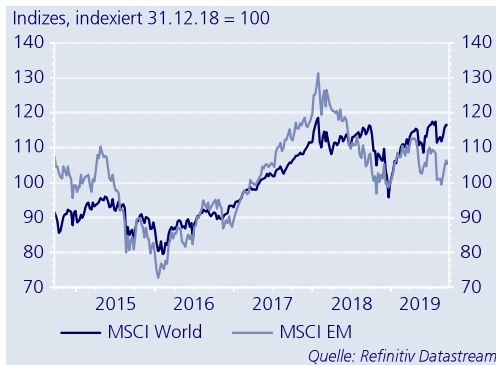
Prognosen Postbank

	25.09.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	1,75-2,00	1,25-1,50	1,00-1,25
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	1,00
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	-0,58	-0,40	-0,30
US-Treas.	1,74	1,85	1,55
Jap. JGBs	-0,26	-0,15	0,00
Brit. Gilts	0,54	0,80	1,15
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	42	45	45
EWUNon-Fin.	92	90	100

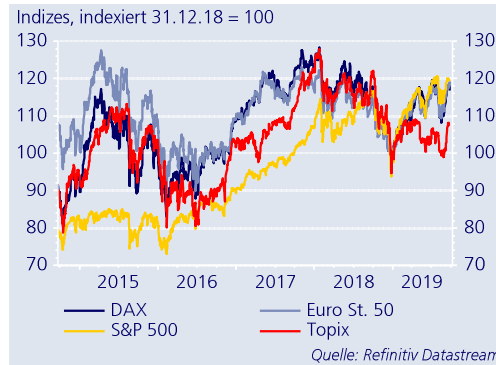
Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt: Volatile Seitwärtsbewegung erwartet

Outperformance der Industrieländer dauert (noch) an



Indizes unbeeindruckt von Anschlag in Saudi-Arabien



Internationale Leitindizes weltweit meist mit Kurszuwachs in 2019

Unsere Analyse der Kursentwicklung von knapp 100 nationalen Leitindizes zeigt, dass 2019 trotz aller (geo-)politischen Krisenherde bisher ein gutes Aktienjahr ist. In lokaler Währung gerechnet weisen gut 80 Prozent der Indizes aktuell ein Kursplus im Vergleich mit ihrem jeweiligen Schlussstand zum Jahreswechsel 2018/19 auf. Der Vergleich der Wertentwicklung von Aktien aus Industrie- und Schwellenländern ergibt für den genannten Zeitraum einen klaren Sieger. Mit einem Kurszuwachs von 15,2% weisen die Dividentitel aus den entwickelten Volkswirtschaften die Aktien aus den Schwellenländern klar in die Schranken. Sie zeigen aktuell zwar auch eine positive Performance von 4,7%, dies ist aber weniger als ein Drittel des Anstiegs der Titel aus den Industrieländern. Diesen Vergleich ermöglichen die Morgan Stanley Capital International-Indizes MSCI World und MSCI Emerging Markets. Die Vergleichbarkeit wird zusätzlich dadurch erhöht, dass beide in US-Dollar notieren und so Währungsschwankungen den Vergleich nicht ad absurdum führen.

Nach unserer Einschätzung ist „TINA“ ein maßgeblicher Grund für die Outperformance der Industrieländeraktien. Denn

„There Is No Alternative“ bringt es klar auf den Punkt. Die besonders in den entwickelten Volkswirtschaften durch die expansiven Maßnahmen der Notenbanken extrem niedrigen Anleiherenditen schüren bei vielen Investoren einen gewissen Anlagenotstand und meist wenden sie sich den Aktienmärkten zu. Und diese sind in den Industrieländern am liquidesten und transparentesten und dadurch prädestiniert, die freien Geldmittel aufzunehmen. Die globalen Kapitalströme bestätigen diese Präferenz der internationalen Investoren. So verzeichneten in Emerging Markets-Aktien investierende Investmentfonds zuletzt 21 Wochen in Folge Kapitalabflüsse. In der letzten Woche kam es allerdings zu einer Gegenbewegung. Sie verbuchten erstmals wieder Kapitalzuflüsse auf Wochenbasis. Jetzt gilt es zu beobachten, ob sich hier ein Trendwechsel herausbildet.

DAX & Co. griffen bisherige Jahreshöchststände an

Sowohl die US-Notenbank als auch die Europäische Zentralbank haben die in sie gesetzten Erwartungen der Investoren insgesamt gesehen erfüllt und die Anleger griffen bei Aktien von DAX & Co. wieder beherzt zu. Risiken wie die Handelskonflik-

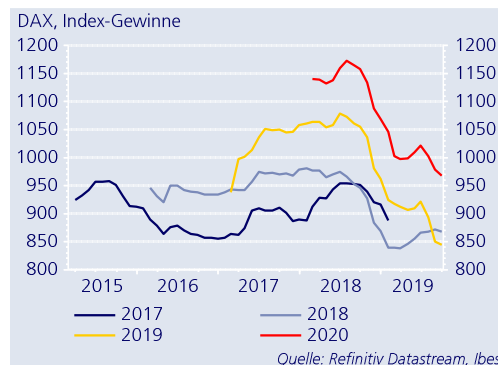
te oder der Brexit traten in den Hintergrund. Die vier von uns analysierten Indizes griffen in den letzten Wochen ihre bisherigen Jahreshöchststände an. Selbst der Anschlag auf eine saudi-arabische Erdölraffinerieanlage führte zu keiner nachhaltigen Verunsicherung der Investoren. Allerdings wurde zuletzt die Aufwärtsbewegung gestoppt und die erfolgreiche Überwindung der bisherigen Jahreshöchststände zumindest vorübergehend vertagt.

Abwärtsrevision der Gewinnerwartungen dauert an

Wurde Anfang dieses Jahres noch ein Gewinnanstieg für den DAX auf aggregierter Basis von gut zehn Prozent für 2019 im Vergleich zu 2018 erwartet, steht in dieser Rechnung für den deutschen Leitindex aktuell ein Gewinnrückgang von 2,7% zu Buche. Somit droht dem DAX der zweite Gewinnrückgang im Vergleich zum Vorjahr in Folge. Hier wird deutlich, dass die konjunkturelle Schwäche resultierend aus den Handelskonflikten schon seit geraumer Zeit in den Firmenbilanzen der deutschen Großkonzerne ihre Spuren hinterlassen hat. Ihre Exportabhängigkeit ist aktuell ihr Malus. Die zweite Reihe, die im MDAX gelistet ist, konnte in 2018 mit einem Gewinnanstieg von nahezu zehn Prozent einen Gewinnrückgang noch klar vermeiden. Für 2019 sind allerdings wie beim großen Bruder die Gewinnerwartungen deutlich gesunken und auch beim MDAX liegt die Prognose mit -1,8% aktuell im negativen Bereich. Deutschland ist mit den negativen Gewinnrevisionen allerdings nicht die Ausnahme. Auch für S&P 500, Euro Stoxx 50 und Topix senkten die Einzelwertanalysten in den letzten Monaten den Daumen. Für das laufende Fiskaljahr liegen die Erwartungen mit +2,4%, +2,0% sowie +3,7% aber noch im positiven Bereich.

Allen vier von uns analysierten Indizes ist aber gleich, dass auf Basis der Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die erwarteten 2019 Gewinne nur der Topix mit einem KGV von 13,6 als fair bewertet bezeichnet werden kann. Denn es entspricht seinem

DAX: Entwicklung der Gewinnerwartungen im Zeitablauf



langfristigen Median von 13,7. DAX und Euro Stoxx 50 überschreiten mit einem KGV von jeweils 14,5 ihren Median jeweils um gut zwei Punkte und beim S&P 500 beträgt der Aufschlag bei einem KGV von 18,3 sogar drei Zähler.

Beim Blick auf diese Zahlen drängt sich die Frage auf, woher die Investoren aktuell den Mut nehmen, um in Aktien zu investieren. Nach unserer Ansicht liegt die Antwort in einem Mix aus „TINA“ und den für das kommende Jahr erwarteten Gewinnzuwächsen von 14,6% für den DAX, 10,9% für den Euro Stoxx 50, 10,1% für den S&P 500 sowie 5,9% für den Topix. Sollten die Einzelwertanalysten ihre Gewinnerwartungen weiter reduzieren, dürfte die Luft an den Börsen zunehmend dünner werden, vor allem, da sich momentan keine rasche Lösungen der diversen (geo-)politischen Risiken abzeichnen. Nach unserer Einschätzung dürften die vier Leitindizes daher in einem ausgeprägten volatilen Seitwärtstrend gefangen bleiben und auf Jahressicht im Bereich ihrer aktuellen Niveaus notieren.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	25.09.	in 3 M	in 12 M
DAX	12234	11750-11950	12200-12400
Euro St. 50	3513	3300-3500	3350-3550
S&P 500	2985	2850-2950	2950-3050
Topix	1620	1450-1550	1500-1600

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen Oktober 2019

Zinsen in %	25.09.	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	-0,41	-0,43	-0,46	-0,46	-0,46
2-j. Bunds	-0,73	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10-j. Bunds	-0,58	-0,40	-0,35	-0,30	-0,30
USA					
Fed Funds Rate	1,75-2,00	1,25-1,50	1,00-1,25	1,00-1,25	1,00-1,25
3-Monats-Libor	2,10	1,60	1,40	1,40	1,25
2-j. Treasuries	1,68	1,65	1,45	1,45	1,30
10-j. Treasuries	1,74	1,85	1,70	1,70	1,55
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-251	-203	-186	-186	-171
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-232	-225	-205	-200	-185
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	-0,26	-0,15	-0,10	0,00	0,00
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	0,54	0,80	0,95	1,05	1,15
Swap/Credit Spreads in Basispunkten	25.09.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	42	45	45	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-3	-5	-5	-5	-5
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	92	90	90	95	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	314	340	340	340	340
Wechselkurse	25.09.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,0943	1,12	1,14	1,15	1,15
Japanischer Yen (EUR/JPY)	117,97	117	117	116	116
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8857	0,91	0,93	0,93	0,93
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,0850	1,08	1,05	1,05	1,05
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,8055	7,85	7,90	7,95	7,99
Commodities	25.09.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	62,07	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.504	1.550	1.575	1.575	1.575
Aktien	25.09.	KGV		Kursziel	
		2019e	2020e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	12234	14,5	12,6	11750-11950	12200-12400
Euro Stoxx 50	3513	14,5	13,1	3300-3500	3350-3550
Standard & Poor's 500 *	2985	18,3	16,6	2850-2950	2950-3050
Topix	1620	13,6	12,8	1450-1550	1500-1600

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen Oktober 2019

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