

September 2019

- **Editorial: Inverse Zinskurve – na und?**

- **EWU-Konjunktur: Anhaltende Schwäche – vor allem in Deutschland**
Technische Rezession in Deutschland kaum noch zu vermeiden
EWU-Inflationsrate gibt deutlich nach

- **US-Konjunktur: Der private Verbrauch bleibt (vorläufig) ein zuverlässiger Wachstumsträger**
Wachstumsabschwächung im 2. Quartal
Konjunkturdelle aber kein Absturz
Preisentwicklung bereitet keine größeren Sorgen

- **Rentenmarkt: Handelsstreit lässt Renditen weiter purzeln**
Gesamte Bundkurve im negativen Bereich
EZB vor Lockerung ihrer Geldpolitik
Märkte erwarten mehr von der Fed
Renditen auf Jahressicht etwas höher

- **Aktienmarkt: Investoren agieren zunehmend pessimistischer**
Trotz allem, 2019 ist immer noch ein gutes Aktienjahr – Ausnahme Topix
Volatilitätsindizes spiegeln Nervosität der Investoren wider
Kurzfristig regieren „unsichere Hände“
2020: Neues Jahr – Neues Glück

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: 28. August 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.

Inverse Zinskurve – na und?

Sehr geehrte Damen und Herren,

In der ersten Augushälfte kam es an den Aktienmärkten zu starken Kurseinbrüchen. Der DAX verlor innerhalb weniger Tage gut 5 Prozent. Anderen wichtigen Indizes wie dem Euro Stoxx 50 und S&P 500 erging es nicht viel besser. Immerhin liegen die drei erwähnten Märkte im Vergleich zum Jahresbeginn aber noch deutlich im Plus.

Die Suche nach den Ursachen für die Kursrückschläge fällt nicht schwer. Anleger mögen keine Unsicherheit. Ein Anstieg von Risiken führt regelmäßig zu Kurseinbrüchen und einer Zunahme der als „Angstbarometer“ bezeichneten Volatilität. Dies war auch in den vergangenen Wochen zu beobachten. Es war wieder einmal der Handelskonflikt der USA mit China, der nach der Androhung weiterer Strafzölle durch Donald Trump, für ein Stimmungstief an den Aktienmärkten sorgte. Auch die Sorgen rund um den Brexit meldeten sich zurück. Die konservativen Tories haben den als Brexit-Hardliner angesehenen Boris Johnson zu ihrem neuen Parteivorsitzenden und damit zum Nachfolger von Theresa May ins Amt des Premierministers gewählt. Johnson hat mehrfach betont, auch einen No-Deal-Brexit in Kauf zu nehmen, sollte sich die EU nicht zu Zugeständnissen beim ausgehandelten Austrittsvertrag bereit erklären. Die Chancen für eine neue Vereinbarung stehen allerdings schlecht, da sich die Positionen der beiden Verhandlungsseiten, insbesondere in Bezug auf die Backstop-Lösung für Nordirland, unversöhnlich gegenüber stehen. Damit wird es zunehmend wahrscheinlich, dass das Vereinigte Königreich am 31. Oktober ohne Vertrag aus der EU ausscheidet. Die Liste aktueller politischer Unsicherheiten lässt sich fast beliebig verlängern: Regierungskrise in Italien, Konflikt um das iranische Atomprogramm, Proteste in Hongkong...

Von einer steigenden Unsicherheit profitieren Anlageformen und Währungen, die von Investoren als weniger risikoreich angesehen werden. Hierzu zählen vor

allem US-Treasuries und deutsche Bundesanleihen, bei denen im August neue Renditetiefstände erreicht wurden. In den USA sind die langfristigen Renditen so stark zurückgegangen, dass die Renditekurve im Bereich von 2 bis 10 Jahren zeitweise einen inversen Verlauf annahm. Dies war in der Vergangenheit häufig Vorbote einer Rezession, was die Märkte in der aktuellen Situation noch weiter verunsicherte. Dass die Inversion der Zinskurve auch dieses Mal auf eine bevorstehende Rezession in den USA hindeutet, ist allerdings fraglich. In der Historie sind die langfristigen Renditen immer dann unter die kurzfristigen gefallen, wenn die Märkte angesichts einer starken Abschwächung der Konjunktur eine massive Reaktion der Geldpolitik, also weitreichende Leitzinssenkungen, erwarteten. Zwar preisen die Märkte auch heute wieder umfangreiche Leitzinssenkungen der US-Notenbank ein. Der Grund für eine prognostizierte Lockerung der Leitzinsen dürfte aktuell aber weniger in einer befürchteten Rezession als in der Erwartung anhaltend niedriger Inflationsraten liegen. Auch in den USA ist der Preisdruck trotz jahrelangen Aufschwungs und eines engen Arbeitsmarktes ungewöhnlich gering. Um ihr Inflationsziel von 2 Prozent zu erreichen, könnte die US-Notenbank daher gezwungen sein, den Leitzins trotz einer immer noch stabilen Konjunktursituation signifikant zu reduzieren.

Nach einer Rezession sieht es in den USA tatsächlich nach wie vor nicht aus. Zwar haben sich auch dort wichtige konjunkturelle Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex in den vergangenen Monaten eingetrübt. Sie befinden sich aber nach wie vor auf einem Niveau, das eindeutig mit positiven Wachstumsraten verbunden ist. Hinzu kommt, dass der Private Konsum, der in vergangenen Zyklen regelmäßig Auslöser von Rezessionen in den USA war, auch dank eines robusten Arbeitsmarktes nach wie vor keine Schwäche zeigt. Deutlich schlechter



Dr. Marco Bargel,
Chefinvestmentstrategie
Postbank

präsentiert sich allerdings die Wirtschaft in anderen Ländern. In Deutschland ist die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal um 0,1% ggü. Vorquartal gefallen. Die konjunkturellen Frühindikatoren stimmen mit Blick auf das laufende Quartal nicht gerade optimistisch, so dass die deutsche Wirtschaft nur einen kleinen Schritt von einer technischen Rezession entfernt scheint. In China fiel das BIP-Wachstum im zweiten Quartal auf 6,2% gegenüber Vorjahr und damit auf den niedrigsten Wert seit fast drei Dekaden. Unübersehbar sind vom US-Handelsstreit vor allem stark exportorientierte Volkswirtschaften negativ betroffen. Sollte sich Donald Trump in den kommenden Monaten dazu entschließen, Strafzölle auf EU-Autos zu erheben, droht insbesondere der deutschen Industrie weiteres Ungemach.

Das Umfeld für Aktien könnte in den kommenden Monaten noch unsicher bleiben, zeichnet sich doch weder im Handelsstreit noch beim Thema Brexit eine schnelle Lösung ab. Bei aller Unsicherheit und Volatilität gibt es dennoch einige Faktoren, die mit Blick auf die Aktienmärkte positiv stimmen. Die US-Notenbank hat bereits damit begonnen, ihren Leitzins präventiv zu senken, um den vom Handelsstreit und globalen Abschwung ausgehenden Risiken für die US-Wirtschaft Rechnung zu tragen. Weitere Zinsschritte in den USA sind wahrscheinlich. Auch die EZB hat angedeutet,

dass sie bald eine geldpolitische Lockerung vornehmen wird. Neben einer Wiederbelebung der Nettoanleihekäufe ist eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagenfazilität im Gespräch. Die geldpolitischen Maßnahmen können zur Stabilisierung der Konjunktur beitragen und das Zinsniveau auf einem niedrigen Niveau verankern. Beides würde letztendlich auch den Aktienmärkten helfen.

In den aktuellen Kursen sind die politischen Risiken zu einem erheblichen Teil eingepreist. Naturgemäß lässt sich der Fortgang des US-Handelsstreits und des Brexit nur schwer prognostizieren. Allerdings spricht einiges dafür, dass der US-Präsident kein Interesse daran haben dürfte, den Handelsstreit im Vorfeld der Präsidentschaftswahl immer weiter zu eskalieren. Zu groß wäre dabei das Risiko einer Dämpfung der Konjunkturentwicklung in den USA, was die Wiederwahl des Präsidenten gefährden könnte. Auch Boris Johnson könnte es schwer haben, seine harte Gangart beim Thema Brexit noch länger fortzusetzen, sieht er sich doch einer parlamentarischen Mehrheit gegenüber, die einen No-Deal-Brexit ablehnt. Positive Signale bei dem ein oder anderen politischen Thema sind dementsprechend möglich, die Zuversicht der Anleger an den Märkten könnte dann wieder zunehmen und den Weg zu höheren Kursen ebnen.

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie Postbank

EWU-Konjunktur: Anhaltende Schwäche – vor allem in Deutschland

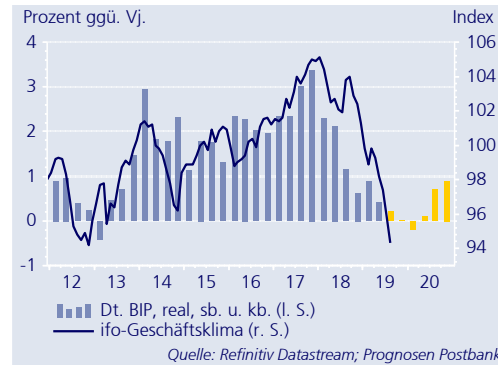
Technische Rezession in Deutschland kaum noch zu vermeiden

Die Einkaufsmanagerindizes für August beinhalten einen leichten Hoffnungsschimmer, dass sich die Unternehmensstimmung im Euroraum allmählich stabilisieren könnte. Der EWU-PMI für das Verarbeitende Gewerbe ist um 0,5 auf 47,0 Punkte gestiegen und hat sich somit etwas von seinem niedrigsten Stand seit über sechs Jahren nach oben abgesetzt. Mit einem Niveau von unter 50 Punkten signalisiert er aber weiterhin eine Kontraktion des Sektors, wenn auch keine allzu starke. Der EWU-Serviceindex ist um 0,3 auf 51,8 Punkte gestiegen und deutet damit auf mäßiges Wachstum in diesem Sektor hin. Der deutsche PMI für das Verarbeitende Gewerbe legte im August ebenfalls zu, um 0,4 auf 43,6 Punkte, während der deutsche Serviceindex um 0,1 auf 54,4 Punkte gesunken ist. Die konjunkturelle Spreizung zwischen der stark exportorientierten Industrie und dem eher binnenwirtschaftlich ausgerichteten Dienstleistungssektor ist damit hierzulande weiterhin gewaltig.

Leider legt jedoch der ifo-Geschäftsklimaindex den Schluss nahe, dass sich das Licht am Ende am Tunnels, auf das die PMIs hindeuten, für Deutschland als Irrlicht erweisen könnte. Im August ist er nämlich deutlich um 1,5 auf 94,3 Punkte gefallen. Ein marginal schwächeres Ergebnis war zuletzt Ende 2012 verzeichnet worden, inmitten der Rezession vom Winterhalbjahr 2012/13. Angeführt wurde die Stimmungverschlechterung diesmal von der Lagekomponente, die um 2,3 auf 97,3 Punkte abgerutscht ist. Der ifo-Erwartungsindex gab im August zwar nur um 0,8 Punkte nach, liegt mit 91,3 Punkten aber nunmehr auf einem Zehn-Jahrestief und zeigt vor allem noch keine Anzeichen einer Trendwende.

Die Chancen, dass Deutschland doch noch eine technische Rezession in diesem Jahr wird vermeiden können, sind damit stark

ifo-Geschäftsklima noch ohne jegliches Anzeichen einer Bodenbildung



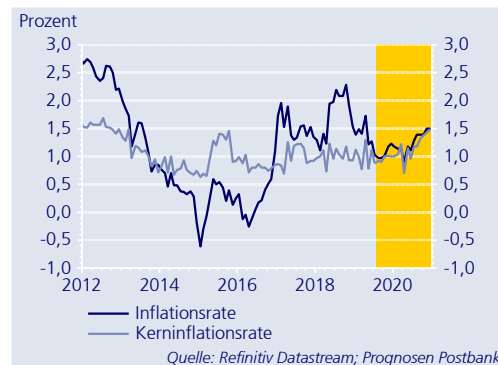
gefallen. Hierzu bedarf es nämlich nur noch eines neuerlichen Rückgangs des BIP im 3. Quartal, da das deutsche BIP im 2. Quartal um 0,1% gegenüber der Vorperiode gesunken ist. Die Detaildaten zeigen, dass im Vorquartalsvergleich positive Impulse aus dem Inland gekommen sind. Der private Verbrauch wurde um 0,1% gesteigert, der Staatskonsum um 0,5%. In Ausstattungen wurden 0,6% mehr investiert als in der Vorperiode. Dagegen gaben die Bauinvestitionen um 1,0% nach, was aber als Gegenbewegung auf einen auch witterungsbedingt sehr starken Anstieg zu Jahresbeginn zu werten ist. Die Außenwirtschaft bremste das BIP-Wachstum dagegen deutlich. Während die Importe leicht um 0,3% nachgaben, fielen die Exporte um 1,3%. Dies drückte die Wachstumsrate des BIP um 0,5 Prozentpunkte. Die derzeitige deutsche Konjunkturschwäche ist damit in erster Linie eine Folge der vielfältigen Belastungen auf der außenwirtschaftlichen Seite. Gleichwohl besteht durchaus ein markantes Risiko, dass diese in zunehmendem Maße auch die binnenwirtschaftliche Nachfrage beeinträchtigen könnten.

In Anbetracht der schlechten Stimmungsdaten und der bis zuletzt sehr schwachen Entwicklung des Welthandels rechnen wir nunmehr mit einem Rückgang des deutschen BIP um 0,3% im 3. Quartal. Damit wäre die technische Rezession perfekt.

Nachfolgend sollte sich die Wirtschaft jedoch aufgrund der robusten Binnennachfrage stabilisieren, wobei uns aber in Anbetracht der vielfältigen Risiken die Phantasie fehlt, woher eine deutliche Erholung kommen sollte. Wir rechnen daher für das 4. Quartal 2019 nur mit einem Zuwachs um 0,1% und für 2020 durchgehend mit Quartalsraten von jeweils 0,2%. In der Folge reduzieren wir unsere BIP-Prognosen für Deutschland auf 0,3% für 2019 und auf 0,7% für 2020, wobei aber die Hälfte des Zuwachses für das kommende Jahr ausschließlich einem positiven Arbeitstageffekt zu verdanken ist. Die Aussichten für die EWU insgesamt sind nicht ganz so ungünstig, da die Abhängigkeit anderer Mitgliedsländer vom Export nicht ganz so hoch ist. Wir halten deshalb vorläufig an unseren EWU-BIP-Prognosen von 1,1% für 2019 und von 1,0% für 2020 fest.

Bei diesen Einschätzungen weisen wir aber explizit darauf hin, dass die Prognoseunsicherheit derzeit außergewöhnlich hoch ist. Sollte sich eines oder mehrere der Hauptrisiken (Eskalation des US-chinesischen Handelskonflikts, harter Brexit, US-Rezession, harte Landung in China) materialisieren, müssten die Prognosen wohl weiter abgesenkt werden – und zwar deutlich. In diesem Fall wäre dann wohl ein international koordinierter fiskalischer Impuls unter deutscher Beteiligung erforderlich, um die Konjunktur zu stabilisieren.

Vorläufig noch keine Beschleunigung der EWU-Inflation in Sicht



EWU-Inflationsrate gibt deutlich nach

Die EWU-Inflationsrate ist im Juli von 1,3% auf 1,0% gefallen. Zugleich ermäßigte sich die Kerninflationsrate, die ohne Energie, Nahrungsmittel, Tabak und Alkoholika berechnet wird, von 1,1% auf 0,9%. Wir erwarten nunmehr eine Stabilisierung der Teuerung auf dem erreichten Niveau, können aber gleichzeitig nirgendwo Anzeichen für ein baldiges, nachhaltiges Anziehen erkennen. Für 2019 und 2020 rechnen wir mit Inflationsraten von jeweils 1,3%, womit die Zielgröße der EZB von knapp 2% weiterhin unterboten würde. Aber selbst diese Prognosen könnten sich als noch zu hoch erweisen, wenn sich die Konjunktur entgegen unseren Erwartungen nicht bald stabilisieren sollte.

Heinrich Bayer

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	1,0
Privater Verbrauch	1,3	1,3	1,0	1,3	1,1	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	3,5	3,0	2,0	2,0	2,6	1,0
Staatsverbrauch	1,4	1,9	1,4	1,0	1,2	1,3
Exporte	2,1	0,8	1,1	3,4	2,2	2,0
Importe	3,6	2,8	2,2	2,6	2,8	2,2
Außenbeitrag*	-0,4	-0,8	-0,4	0,5	-0,2	0,0
Lagerinvestitionen*	0,3	-0,6	-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

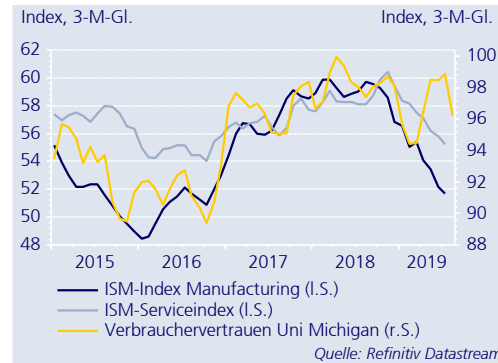
US-Konjunktur: Der private Verbrauch bleibt (vorläufig) ein zuverlässiger Wachstumsträger

Wachstumsabschwächung im 2. Quartal

Das US-BIP-Wachstum hat sich im 2. Quartal von 3,1% auf 2,1% in annualisierter Rechnung verlangsamt. Damit fiel der Rückgang aber etwas weniger stark aus als im Vorfeld befürchtet. Die Komposition des Wachstums auf der Verwendungsseite ist aber weniger erfreulich. Der Zuwachs wurde fast ausschließlich vom privaten Verbrauch sowie vom Staatskonsum getrieben, die jeweils außergewöhnlich kräftig um 4,3% bzw. 5,0% gesteigert wurden. Die mit Blick auf das zukünftige Wachstumspotenzial wichtigen Ausrüstungsinvestitionen verbuchten nach Stagnation im Vorquartal hingegen nur ein anämisches Wachstum von annualisiert 0,7%, während die gesamten Bruttoanlageinvestitionen sogar um 0,8% nachgaben. Für die Konjunkturabkühlung sorgten aber in erster Linie Gegenbewegungen beim Außenbeitrag sowie bei den Lagerinvestitionen, die beide das BIP-Wachstum im 1. Quartal noch kräftig unterstützt hatten. Der Außenhandel drückte das BIP-Wachstum um 0,7 Prozentpunkte, die Lagerinvestitionen sogar um 0,9 Prozentpunkte. Angesichts der schwachen Entwicklung bei den Investitionen sowie den um 5,2% gesunkenen Exporten sind die negativen Auswirkungen der nicht zuletzt durch die Handelsstreitigkeiten bedingten, globalen Konjunkturabkühlung auf die US-Wirtschaft nicht mehr von der Hand zu weisen.

Die bisher verfügbaren US-Konjunkturdaten für Juli sind gemischt ausgefallen. Positive Neuigkeiten gab es seitens der Einzelhandelsumsätze. Diese sind im Juli kräftig um 0,7% gegenüber dem Vormonat gestiegen. Dabei haben sinkende Autoabsätze das Gesamtergebnis belastet, während sich ex Autos sogar ein Plus von 1,0% ergab. Das gleiche Ergebnis erzielten die Einzelhandelsumsätze auch in der engen Abgrenzung ‚retail control‘ (ex Autos, Baumaterialien, Tankstellenumsätze und

Der Stimmungstrend lässt nichts Gutes erahnen



Gastronomie), die direkt in die Schätzung des privaten Verbrauchs einfließt. Auch wenn das Ergebnis für einen Monat im Quartal nicht überbewertet werden sollte, so zeichnet sich hier bereits ein deutlicher Zuwachs im Vorquartalsvergleich ab. Der private Verbrauch sollte damit fürs Erste ein zuverlässiger Wachstumsträger bleiben. Allerdings ist der Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan im laufenden Monat von 98,4 auf 92,1 Punkte abgerutscht. Dies ist der zweittiefste Stand seit Herbst 2016. Auf diesem Niveau ist der Indikator zwar immer noch mit einem soliden Konsumwachstum vereinbar, dennoch ist nicht auszuschließen, dass das bisher ungetrübte Konsumbild erste Risse bekommt.

Angebotsseitig präsentiert sich die US-Industrie weiterhin in mäßiger Verfassung. So ist die Produktion im Juli um 0,2% gegenüber dem Vormonat gesunken. Dieses Ergebnis wurde aber noch durch einen kräftigen Zuwachs des Ausstoßes bei den Energieversorgern geschönt. Im wichtigen Verarbeitenden Gewerbe ging die Produktion um 0,4% im Vormonatsvergleich zurück. Die Vorjahresrate sank auf 0,5% und damit auf den niedrigsten Stand seit Anfang 2017. Es ist unverkennbar, dass die Folgen des Handelsstreits zwischen den USA und China inzwischen auch die US-Industrie erreicht haben. Dies schlägt sich

sich in der Stimmung nieder. Der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe ist im Juli weiter auf 51,2 Punkte gefallen. Damit liegt er nur noch knapp im expansiven Bereich. Auch der Dienstleistungssektor scheint zunehmend an Schwung zu verlieren. Der ISM-Serviceindex hat seinen Abwärtstrend beschleunigt und deutet mit 53,7 Punkten nur noch auf eine schwache Wachstumsdynamik in diesem Sektor hin.

Konjunkturdelle aber kein Absturz

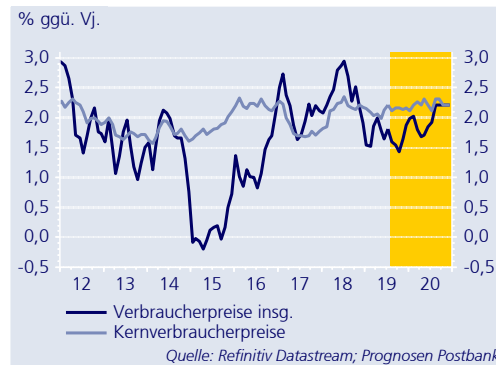
Dies untermauert unsere bisherige Erwartung, dass die BIP-Wachstumsraten in den kommenden Quartalen nochmals sinken dürften. Ein konjunktureller Absturz ist aber eher nicht zu befürchten. So dürfte die perspektivisch lockerere Geldpolitik der Fed für zusätzliche Impulse im Verlauf des kommenden Jahres sorgen, die angesichts der 2020 anstehenden Präsidentschaftswahlen noch durch eine expansivere Fiskalpolitik verstärkt werden könnten. Obwohl unser Ausblick damit unverändert bleibt und das Wachstum im 2. Quartal unsere Erwartungen sogar leicht übertroffen hat, reduzieren wir unsere Prognose für das BIP Wachstum 2019 von 2,5% auf 2,2%. Hintergrund dieser Anpassung ist ausschließlich eine Revision vorangegangener BIP-Daten, die zu einer deutlichen Reduzierung des Wachstumsüberhangs aus dem Jahr 2018 geführt hat. Für 2020 erwarten wir unverändert einen Zuwachs der Wirtschaftsleistung um 1,9%.

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Entspannter Inflationsausblick



Preisentwicklung bereitet keine größeren Sorgen

Die US-Verbraucherpreise sind im Juli im Vormonatsvergleich um 0,3% gestiegen. Auch die ohne Energie und Nahrungsmittel berechneten Kernverbraucherpreise legten um 0,3% zu. In der Folge stieg die Inflationsrate von 1,6% auf 1,8%, während sich die Kerninflationsrate von 2,1% auf 2,2% erhöhte. Das zweite Monatsplus der Kernverbraucherpreise um 0,3% in Serie könnte ein Indiz sein, dass der grundlegende Preisauftrieb stärker ist als bislang vermutet. Dies müsste aber erst noch bestätigt werden. Nachdem sich die Kerninflation in den vorhergehenden vier Monaten durchgehend mäßig entwickelt hatte, könnte es sich auch nur um eine temporäre Gegenbewegung gehandelt haben. Der Ausblick ist jedenfalls gespalten. Während sich eine schwächere Konjunktur tendenziell dämpfend auf die Teuerung auswirken sollte, dürften vom US-chinesischen Handelsstreit eher preistreibende Wirkungen ausgehen, da die neuen (in Teilen noch einmal aufgeschobenen) Strafzölle auf US-Importe aus China in viel stärkerem Maße als die bisherigen „Zollrunden“ Produkte betreffen, die direkt für den Endverbrauch in den USA importiert werden. Insgesamt rechnen wir aber weiterhin mit einer verhaltenen Teuerung. In diesem Jahr dürfte die Inflationsrate auf 1,6% sinken, 2020 dann auf 2,0% steigen. Die Kerninflationsrate sollte in beiden Jahren knapp über der Zwei-Prozentmarke liegen. Damit wären auch weiterhin weder klare inflationäre noch deflationäre Tendenzen auszumachen.

Heinrich Bayer

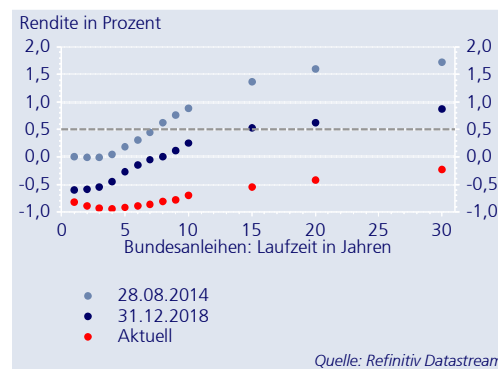
Rentenmarkt: Handelsstreit lässt Renditen weiter purzeln

Gesamte Bundkurve im negativen Bereich

An den Rentenmärkten gab es in der ersten Hälfte des August ein Déjà-vu. Wie in den vorangegangenen Monaten fielen die Renditen auf immer neue Tiefstände. Bei 10-jährigen Bundesanleihen gingen sie bis auf -0,73% zurück und erreichten damit erneut einen historischen Rekordstand. Das erste Mal überhaupt lag die gesamte Renditekurve für Bundesanleihen im negativen Bereich, nachdem auch Staatspapiere mit 30-jähriger Laufzeit keine positive Rendite mehr aufwiesen. In den USA gaben die Renditen ebenfalls noch einmal kräftig nach, mit 1,44% lag die Rendite 10-jähriger US-Treasuries auch nicht mehr weit vom Mitte 2016 erreichten historischen Tiefstand (1,32%) entfernt. Für einige Aufregung sorgte der zeitweise Fall der 10-Jahresrendite unter die 2-Jahresrendite, also eine Inversion der US-Renditekurve, da dies in der Vergangenheit meist Verbote einer Rezession in den USA war.

Die Marktentwicklung war im August stark durch den US-Handelsstreit mit China geprägt. Anfang August kündigte der US-Präsident neue Strafzölle auf chinesische Produkte im Wert von 300 Mrd. USD an. China beschloss daraufhin Vergeltungsmaßnahmen und ließ den Renminbi gegenüber dem US-Dollar abwerten, wobei die „magische Grenze“ von 7,00 überschritten wurde. In der Folge stuft die US-Regierung China als Währungsmanipulator ein. Gleichzeitig verstärkte Donald Trump seinen Druck auf die US-Notenbank, ihre Geldpolitik weiter zu lockern, was Sorgen vor einem globalen „Währungskrieg“ befeuerte. Die aus Anlegersicht gestiegenen Risiken rund um den Handelskonflikt führten zu einer Flucht in die als relativ sicher angesehenen Bundesanleihen und US-Treasuries. Gleichzeitig wurden am Markt noch mehr Leitzinssenkungen in den USA eingepreist als schon im Juli. Aktuell erwarten Marktteilnehmer die US-Leitzinsen Ende 2020 nur noch bei 1,00%, das würde

30-jährige Bundesanleihen erstmals mit negativer Rendite



weiteren vier Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten entsprechen.

Der Trend rückläufiger Renditen wurde zudem durch anhaltend schwache Konjunkturdaten begünstigt. Wichtige konjunkturelle Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes gingen zuletzt weiter zurück bzw. befinden sich auf einem Niveau, das bestenfalls ein schwaches BIP-Wachstum erwarten lässt. Außerdem wurde bekannt, dass die Wirtschaftsleistung in Deutschland im zweiten Quartal um 0,1% gegenüber Vorquartal gesunken ist. Ein nochmaliger Rückgang im laufenden Quartal ist wahrscheinlich, womit die Definition einer technischen Rezession formal erfüllt wäre. In 2019 insgesamt dürfte das BIP in Deutschland dementsprechend nur um 0,3% wachsen. Sollte der Handelsstreit weiter eskalieren und würden seitens der USA höhere Zölle für Autoimporte aus der EU erhoben werden, kann das BIP-Wachstum hierzulande auch noch deutlich schwächer ausfallen. Negative Konsequenzen für die Konjunktur sind zudem für den Fall eines harten Brexit zu erwarten.

EZB vor Lockerung ihrer Geldpolitik

Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung am 25. Juli die Leitzinsen unverändert gelassen. Allerdings passte er seine Forward

Guidance an. Die Währungshüter gehen jetzt davon aus, dass die EZB-Leitzinsen bis Mitte 2020 auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, nachdem sie bislang von unveränderten Leitzinsen ausgegangen waren. Dies stellt eine gravierende Änderung dar, da damit die Türe für eine Absenkung des Leitzinsniveaus geöffnet wird. Hierzu passt auch die Feststellung, dass noch für einen längeren Zeitraum ein äußerst akkommodierender geldpolitischer Kurs erforderlich sei, da sich sowohl die tatsächlichen als auch die projizierten Inflationsraten kontinuierlich unter einem Niveau befänden, das mit dem EZB-Inflationsziel vereinbar sei, und dass der EZB-Rat entschlossen sei, entsprechend zu handeln. Vor diesem Hintergrund prüft die EZB derzeit Optionen zur Stärkung ihrer Forward Guidance, zur Staffelung der Einlagenszinsen, um die daraus resultierenden Belastungen für den Finanzsektor abzufedern, sowie Optionen zu Umfang und Zusammensetzung möglicher neuer Nettoankäufe von Wertpapieren. Sehr viel klarer können Notenbankler kaum kommunizieren, dass weitere Lockerungsmaßnahmen mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit durchgeführt werden. Es scheint nur noch eine Frage des Zeitpunkts zu sein.

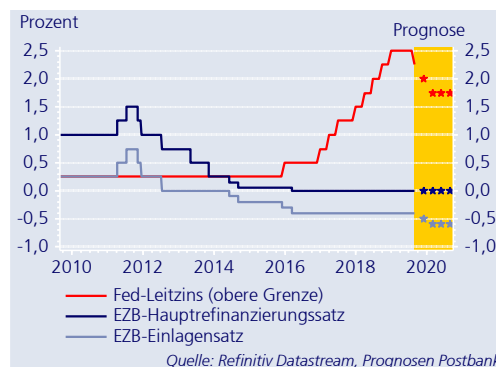
Nachdem die US-Notenbank ihren Leitzins bereits gesenkt hat und im September neue Projektionen der EZB für das BIP-Wachstum sowie die Inflation im Euroraum veröffentlicht werden, spricht einiges für eine geldpolitische Lockerung auf der kommenden EZB-Ratssitzung. Wir gehen dementsprechend davon aus, dass die EZB Mitte September eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagenfazilität um 10 Basispunkte beschließen wird. Im Dezember 2019 dürfte dann noch ein weiterer Schritt von 10 Basispunkten erfolgen, so dass der bereits seit Mitte 2014 negative Satz am Jahresende dann bei -0,60% stehen dürfte. Wir erwarten zudem eine Wiederbelebung der EZB-Nettoanleihekäufe, die auf der Septembersitzung beschlossen werden dürfte. Hierbei halten wir ein Volumen von monatlich 30 Mrd. Euro, das gleichmäßig auf Staats- und Unternehmensanleihen aufgeteilt wird, für wahrscheinlich.

Märkte erwarten mehr von der Fed

Die US-Notenbank hat den Korridor für ihren Leitzins auf ihrer Sitzung Ende Juli wie von uns erwartet um 25 Basispunkte auf 2,00-2,25% gesenkt. Begründet wurde die Entscheidung mit gestiegenen Risiken für die US-Wirtschaft, die vom schwachen globalen Konjunkturmilieu und Handelsstreit ausgehen, sowie einer moderaten Inflation. Nach Darstellung des Fed-Präsidenten stellt der Schritt eine präventive geldpolitische Anpassung in einer immer noch guten Konjunktursituation in den USA dar. Allerdings war das Votum im FOMC nicht einstimmig. Gleich zwei Fed-Gouverneure votierten für einen unveränderten Leitzins. Auf der an die Sitzung anschließenden Pressekonferenz äußerte der Fed-Präsident zudem, dass die Entscheidung nicht notwendigerweise den Beginn einer längeren Serie von Leitzinssenkungen darstelle, schloss aber auch explizit weitere Schritte in Abhängigkeit von der Datenlage nicht aus. In der Summe fielen Zinsentscheidung und deren Begründung sowie der Zinsausblick damit zurückhaltender aus als vom Markt erwartet.

Dementsprechend lauschten die Marktteilnehmer mit Spannung der Rede des Fed-Präsidenten auf der Notenbankkonferenz in Jackson Hole am 23. August. Powell warnte in seinen Ausführungen vor einer Verstärkung der Abwärtsrisiken seit der Zinsentscheidung Ende Juli. Er bezog sich dabei auf die weitere Eskalation im

Notenbanken auf Zinssenkungskurs



Handelsstreit der USA mit China, schwächeren Konjunkturdaten aus anderen Ländern, insbesondere aus Deutschland und China, sowie gestiegenen geopolitischen Risiken. Als Indiz für eine künftig eher lockerere Geldpolitik kann auch seine Einschätzung angesehen werden, dass der Rückgang der Arbeitslosigkeit in den vergangenen Jahren erstaunlich wenig Einfluss auf die Inflation gehabt hätte. In der Summe hat sich die Wahrscheinlichkeit weiterer Leitzinssenkungen in den USA damit erhöht. Wir erwarten, dass die Währungshüter den Zielkorridor für die Fed Funds auf ihrer Sitzung im September um weitere 25 Basispunkte reduzieren werden. Eine vorerst finale Zinssenkung in gleichem Umfang dürfte dann im Dezember 2019 erfolgen.

Gleichzeitig dürften sich die Zinssenkungserwartungen des Marktes für die USA als übertrieben herausstellen. Vor diesem Hintergrund sollten die Renditen auf Jahressicht leicht steigen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen erwarten wir auf Sicht von 12 Monaten bei -0,15%, die 10-jähriger US-Treasuries bei 2,20%.

Dr. Marco Bargel

Renditen auf Jahressicht etwas höher

Die Renditerückgänge bei Bundesanleihen und US-Treasuries am aktuellen Rand sind zum einen eine Folge gestiegener politischer Risiken und einer damit verbundenen Umlenkung von Kapital in Richtung relativ sicherer Anlageformen. Zum anderen spiegeln sie weitreichende Leitzinssenkungserwartungen für die USA sowie einen schwachen Konjunktur- und Inflationsausblick wider. Wir gehen davon aus, dass die Konjunkturdynamik im Euroraum im kommenden Jahr leicht anziehen wird.

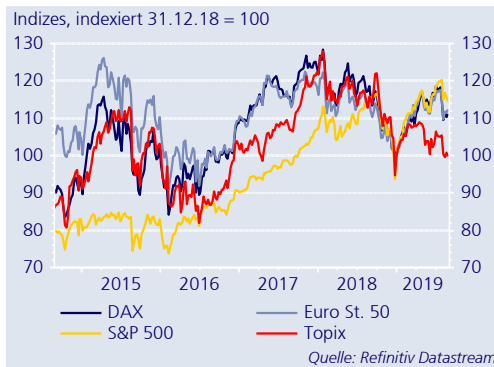
Prognosen Postbank

	28.8.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	2,00-2,25	1,75-2,00	1,50-1,75
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	1,00
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	-0,72	-0,60	-0,15
US-Treas.	1,47	1,60	2,20
Jap. JGBs	-0,27	-0,15	0,05
Brit. Gilts	0,44	0,80	1,15
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	41	45	45
EWUNon-Fin.	88	90	100

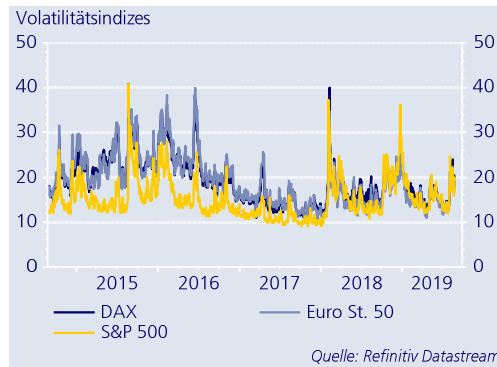
Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt: Investoren agieren zunehmend pessimistischer

Eskalation im Handelskonflikt lastet auf dem Marktgeschehen



Angstindizes sind deutlich angesprungen



Trotz allem, 2019 ist immer noch ein gutes Aktienjahr – Ausnahme Topix

Der Blick auf die Kursentwicklungen von DAX und Co. zeigt, dass alle vier Indizes sich inzwischen deutlich von ihren bisherigen Jahreshöchstständen entfernt haben. Die Eskalation im Handelskonflikt zwischen den USA und China stoppte im Juli den Kursaufschwung von DAX, Euro Stoxx 50 und Standard & Poor's 500. Sie markierten in diesem Monat ihre bisherigen Jahreshöchststände. Bei DAX und Euro Stoxx 50 war dies am 4. Juli der Fall, im Vergleich zu ihren Schlussständen zum Jahreswechsel 2018/19 lagen sie 19,6% bzw. 18,1% vorne. An der Wall Street trotzten die Investoren noch drei weitere Wochen den geopolitischen Krisen und der US-Leitindex erreichte am 26. Juli seinen bisher höchsten Schlussstand im laufenden Jahr. Zu diesem Zeitpunkt lag er mit 20,7% für 2019 im Plus. Bis die drei Indizes ihre jeweiligen Jahreshöchststände erreichten, konnten weder Handelskonflikte noch Brexit-Geplänkel oder Konjunktursorgen die Stimmung der Investoren für längere Zeit entscheidend trüben. Aktuell weisen alle drei Indizes immer noch stattliche Kurszuwächse für das laufende Jahr aus. Der S&P 500 hat mit 15,2% die Nase vorne. Euro Stoxx 50 und DAX folgen mit 12,1% bzw. 10,8%. Im Konzert dieser internationalen Leitindizes ging dem Topix

schon deutlich früher die Puste aus. Er markierte sein bisheriges Jahreshoch schon am 17. April und im Vergleich zu seinem Schlussstand Ende 2018 weist er aktuell eine negative Performance von 0,3% aus. Die räumliche Nähe und wirtschaftliche Verbundenheit zu bzw. mit China einerseits sowie der eigene Handelskonflikt mit den USA andererseits lasteten schon zeitig auf den Notierungen am Kabutocho.

Volatilitätsindizes spiegeln Nervosität der Investoren wider

Die Risikowahrnehmung vieler Investoren hat sich im Vergleich zum 1. Halbjahr grundlegend verändert. Während damals die Risiken zwar alle schon bekannt waren, ließen sich viele Anleger von ihnen nicht verunsichern. Die Hoffnung, dass alles gut ausgehen werde, überwog. Sie trugen buchstäblich eine „rosarote Brille“. Aktuell reagieren sie dagegen sensibel auf alle negativen Nachrichten und positive Meldungen hinterlassen nur zeitweilig einen Nachhall in den Börsensälen. Konjunktursorgen dominieren momentan das Bild. Gewinnwarnungen zahlreicher namhafter europäischer Konzerne, die weiterhin ungelösten Handelskonflikte der USA mit China oder der EU und ein möglicher No-Deal-Brexit verunsichern viele Investoren. Die Nervosität ist auch an der Entwicklung

der Volatilitätsindizes seit Anfang Juli klar erkennbar. Das Angstbarometer für den DAX ist in diesem Zeitraum deutlich von 12,7 auf in der Spitze 24,0 Punkte angesprungen. Beim entsprechenden Pendant für den Euro Stoxx 50 war der Anstieg von 11,8 auf 22,5 Zähler vergleichbar kräftig und auch an der Wall Street sprang der Volatilitätsindex für den S&P 500 von 12,2 auf 21,2 Punkte nicht minder deutlich an. Aktuell haben sich alle drei Indizes zwar etwas zurückgebildet. Diese Niveauperkürzung signalisiert aber noch kein Ende der Unsicherheitsphase an den Märkten. Dies zeigen auch die Marktreaktionen vom Freitag letzter Woche, als China und die USA mit neuen Zollandrohungen eine weitere Eskalationsstufe im Handelskonflikt zündeten.

Kurzfristig regieren „unsichere Hände“

Nach unserer Einschätzung dürfte kurzfristig die insgesamt eher zurückhaltende Einstellung der Investoren andauern. Denn weder eine Beilegung der Handelskonflikte, noch ein Deal-Brexit scheinen rasch erreichbar zu sein. Die künftige Geldpolitik der Fed bleibt auch ein beherrschendes Thema. Eskaliert der Aktienmarkt-Schock noch weiter, werden „emergency meetings“ wahrscheinlicher, eventuell reicht aber auch eine deutliche Kommunikation von Fed und EZB zur potenziellen Unterstützung der Konjunktur bzw. der Finanzmärkte zur Stabilisierung des Marktgeschehens aus. Außerdem haben Donald Trump und Boris Johnson auch das Potenzial für hoffentlich positive Überraschungen. Daher erwarten wir kurzfristig eine Fortsetzung dieser nervösen Schaukelbörse. Sollte es Ende Oktober zu einem No-Deal-Brexit kommen, besteht sogar die Möglichkeit, dass die Notierungen noch etwas weiter nachgeben. Die insgesamt noch moderaten Bewertungen von DAX und Euro Stoxx 50 gemessen an ihren Kurs-Gewinn-Verhältnissen auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate sollten das Kursrisiko aber begrenzen.

Bewertungen fungieren als Sicherheitsnetz



2020: Neues Jahr - Neues Glück

Langfristig bleiben wir allerdings optimistisch für Aktien gestimmt und blicken wie viele Investoren schon auf die Chancen, die sich 2020 wahrscheinlich bieten werden. Denn in 2019 konnten die in den von uns analysierten Indizes enthaltenen Unternehmen mit ihren Gewinnentwicklungen nicht punkten. Wurde für die DAX-Firmen beispielsweise Anfang 2019 noch ein Gewinnplus von gut zehn Prozent für 2019 ggü. 2018 im Konsens prognostiziert, so steht aktuell ein Gewinnrückgang von knapp drei Prozent in den Büchern. Dies wäre der zweite Gewinnrückgang auf Gesamtjahresbasis für den deutschen Leitindex in Folge. Bei den anderen drei Indizes sind die Gewinnerwartungen zwar noch positiv. Sie liegen aber nur noch im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Der Blick auf 2020 stimmt uns optimistisch. Für DAX, Euro Stoxx und S&P 500 stehen aktuell Gewinnanstiege im niedrigen zweistelligen Prozentbereich zu Buche. Dies sollte weitere Kurszuwächse ermöglichen. Auf Jahressicht erwarten wir die Indizes über ihren aktuellen Niveaus.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	28.8.	in 3 M	in 12 M
DAX	11701	11750-11950	12200-12400
Euro St. 50	3365	3300-3500	3350-3550
S&P 500	2888	2850-2950	2950-3050
Topix	1490	1450-1550	1500-1600

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen September 2019

Zinsen in %	28.8.	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	-0,42	-0,43	-0,46	-0,46	-0,46
2-j. Bunds	-0,88	-0,80	-0,70	-0,65	-0,65
10-j. Bunds	-0,72	-0,60	-0,40	-0,20	-0,15
USA					
Fed Funds Rate	2,00-2,25	1,75-2,00	1,50-1,75	1,50-1,75	1,50-1,75
3-Monats-Libor	2,12	1,90	1,70	1,75	1,75
2-j. Treasuries	1,50	1,50	1,50	1,70	1,80
10-j. Treasuries	1,47	1,60	1,80	2,00	2,20
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-254	-233	-216	-221	-221
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-219	-220	-220	-220	-235
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	-0,27	-0,15	-0,10	0,00	0,05
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	0,44	0,80	0,95	1,05	1,15
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
10-j. Swaps ./ Bunds	41	45	45	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-2	-5	-5	-5	-5
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	88	90	90	95	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	335	340	340	340	340
Wechselkurse					
US-Dollar (EUR/USD)	1,1077	1,12	1,14	1,15	1,15
Japanischer Yen (EUR/JPY)	117,55	117	117	116	116
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,9070	0,91	0,93	0,93	0,93
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,0874	1,08	1,05	1,05	1,05
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,9397	7,95	7,96	7,97	7,99
Commodities					
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	60,49	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.539	1.575	1.575	1.575	1.575
Aktien					
	28.8.	KGV		Kursziel	
		2019e	2020e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	11.701	13,9	12,0	11750-11950	12200-12400
Euro Stoxx 50	3.365	13,9	12,5	3300-3500	3350-3550
Standard & Poor's 500 *	2.888	17,7	16,1	2850-2950	2950-3050
Topix	1.490	12,4	11,7	1450-1550	1500-1600

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen September 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	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	0,3	0,7	1,8	1,6	1,6
Euroraum	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	1,9	1,1	1,0	1,8	1,3	1,3
USA	0,8	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	2,9	2,2	1,9	2,4	1,6	2,0
Japan	0,7	0,4	0,0	-1,0	0,0	0,3	0,4	0,3	0,8	0,9	-0,1	1,0	0,6	0,6