

Juli 2019

- **Editorial: Kein japanisches Szenario**

- **EWU-Konjunktur: Noch keine Konjunkturbelebung in Sicht**
Drohende Enttäuschung im 2. Quartal
Konjunkturdynamik bleibt verhalten
Normalisierung der Inflationsdynamik

- **US-Konjunktur: Handelsstreitigkeiten hinterlassen Bremsspuren**
Industrie und Exporte schwächeln – Einzelhandel robust
Leichte Abwärtsrevision der Wachstumsprognosen
Kerninflation bleibt mäßig

- **Rentenmarkt: EZB und Fed auf Zinssenkungskurs**
Renditen auf Rekordtief
Moderater Spielraum für die EZB
Mehrere Zinsschritte der Fed in diesem Jahr
Kaum höhere Renditen in Sicht

- **Aktienmarkt: Auf kurze Sicht überwiegen die Kursrisiken**
Von Krisen ist an den Aktienbörsen beiderseits des Atlantiks keine Spur
Nicht alle Investoren blenden die Risiken aus
Die USA sind keine Insel
Steigende Gewinne sichern Kurse ab

Team Chief Investment Strategy PB

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie Postbank
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Dr. Lucas Kramer

lucas.kramer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 24. Juni 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.

Kein japanisches Szenario

Sehr geehrte Damen und Herren,

im Juni feierten die Kapitalmärkte in Europa einen denkwürdigen Rekord. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen lag zeitweise nur noch bei -0,32%. Nie zuvor befanden sich die Renditen auf einem so tiefen Niveau. Wer dem Bund langfristig Geld leiht, muss dafür kräftig zahlen. Auch viele andere Schuldner können sich über negative Renditen freuen. Im Euroraum ist das Volumen ausstehender Anleihen mit einer Rendite unter null Prozent inzwischen auf 4,3 Billionen Euro angewachsen. Für diese Entwicklung sind mehrere Faktoren verantwortlich. Eine zentrale Rolle spielt hierbei der seit einigen Dekaden zu beobachtende Trend rückläufiger Inflationsraten. Globalisierung und Digitalisierung haben den Rückgang der Inflation zweifellos begünstigt. Aber auch krisenhafte Entwicklungen, allen voran die globale Finanzkrise und die Reaktion der Notenbanken darauf, sind für das heutige geldpolitische Umfeld verantwortlich. Hinzu kommt, dass traditionelle Transfermechanismen der Geldpolitik ihre Wirksamkeit verloren haben. Die Formel „Leitzinssenkungen befeuern Konjunktur und Inflation“ gilt in dieser einfachen Form nicht mehr. Die Notenbanken haben darauf mit immer aggressiveren Zinssenkungen und der Einführung unkonventioneller Instrumente reagiert, ohne dass es bisher zu einem nachhaltigen Anstieg der Inflation gekommen ist.

Anhaltend niedrige Inflationsraten und die scheinbar mangelnde Fähigkeit der Notenbanken, aus der Nullzinspolitik auszusteigen, haben in Europa und den USA Sorgen vor einem japanischen Szenario genährt. Die japanische Notenbank hat den Leitzins das erste Mal vor 20 Jahren auf null Prozent gesenkt. Mehrere darauffolgende Versuche, die Zinsen anzuheben, sind gescheitert. Der Leitzins befindet sich heute ebenso wie die Renditen von Staatsanleihen im negativen Bereich. Trotz einer kontinuierlichen Lockerung der Geldpolitik ist es nicht gelungen, die Mitte der 1990er Jahre einsetzende Deflation nachhaltig zu

bekämpfen. Nennenswerte temporäre Anstiege der Inflationsrate in Japan waren ausschließlich das Resultat von Mehrwertsteuererhöhungen oder einer Zunahme der Energiepreise.

Ungeachtet einiger Gemeinsamkeiten lassen sich bei einem genaueren Vergleich Japans mit Europa und den USA deutliche Unterschiede zwischen den Währungsräumen erkennen. Laut der aktuellen UN-Bevölkerungsprognose verläuft die demografische Entwicklung in Japan deutlich ungünstiger als in anderen großen Industrieländern bzw. Währungsräumen. Bis zum Jahr 2050 wird ein Rückgang der Bevölkerung um 14 % erwartet. Gleichzeitig altert die japanische Gesellschaft rapide, bereits heute kommen auf 100 Menschen im erwerbsfähigen Alter 50 Rentner. Dies führt zu einer nachhaltig verringerten Investitions- und Konsumdynamik, während das Wachstumspotenzial tendenziell zurückgeht. In einem solchen Umfeld ist das Risiko einer deflatorischen Entwicklung hoch. In Europa wird die demografische Entwicklung nicht ganz so dramatisch verlaufen wie in Japan. Für Westeuropa rechnet die UN sogar mit einem leichten Anstieg der Bevölkerung bis 2050, auch wenn sich die Alterung der Gesellschaft dadurch nicht aufhalten lässt. In den USA werden sich die demografischen Verhältnisse laut UN im selben Zeitraum deutlich besser entwickeln als in Europa und in Japan. In jedem Fall sollten die von der Demografie ausgehenden dämpfenden Effekte auf Wachstum und Inflation in Europa und erst recht in den USA daher deutlich geringer ausfallen als in Japan.

Japans lang anhaltende Deflation und Stagnation ist auch Folge einer beispiellosen Spekulationswelle am Aktien- und Immobilienmarkt, die Anfang der 1990er Jahre endete. Unternehmen und private Haushalte waren zu diesem Zeitpunkt massiv verschuldet. Um ihre Verbindlichkeiten zu reduzieren, hielten sich Unternehmen jahrelang mit Investitionen zurück,



Dr. Marco Bargel,
Chefinvestmentstrategie
Postbank

Privathaushalte schränken ihren Konsum ein. In Folge dieser als Bilanzrezession bezeichneten Entwicklung ging das BIP-Wachstum in Japan nachhaltig zurück. Zwar unterscheidet sich Japan diesbezüglich nicht grundsätzlich von anderen Währungsräumen, die unter dem Platzen einer Spekulationsblase leiden. Insofern gibt es durchaus Parallelen zur globalen Finanzkrise, durch die auch die USA sowie fast alle EU-Staaten in eine Rezession gestürzt sind. Allerdings war das Ausmaß der Spekulation und Verschuldung im Falle Japans sehr ausgeprägt, so dass auch der darauffolgende Anpassungsprozess längere Zeit in Anspruch nahm. Zudem reagierte die Politik in Europa und den USA deutlich schneller und stärker auf die globale Finanzkrise als dies in Japan in den 1990er Jahren der Fall war. Japan tut sich selbst heute noch, nach vielen Jahren niedriger Wachstums- und Inflationszahlen, mit angebotsseitigen Reformen schwer. Letztere wären aber nötig, um die demografischen Belastungen abzufedern und die Volkswirtschaft nachhaltig aus der Deflation herauszuführen. Auch dürfte die zunächst zögerliche Vorgehensweise der japanischen Notenbank die Entstehung einer Deflation begünstigt haben. Dagegen haben sowohl die US-Notenbank wie auch die Europäische Zentralbank sehr schnell und massiv auf die Finanzkrise reagiert. Dies dürfte dazu beigetragen haben, dass die Inflationserwartungen trotz stark sinkender Teuerungsraten nach der Finanzkrise einigermaßen stabil geblieben sind und sich keine deflatorischen Tendenzen breit gemacht haben.

Nach dem jahrelangen Festhalten an einer ultraexpansiven Geldpolitik scheint das Vertrauen in die Fähigkeiten der Geldpolitik, nachhaltig niedrigere Inflationsraten zu verhindern, allerdings vor allem im Euro-Raum zu erodieren. Trotz erkennbarer Unterschiede, die eine deflatorische Entwicklung wie in Japan unwahrscheinlich machen, können sich weder Europa noch die USA dem Trend zu global niedrigen Inflationsraten entziehen. Die offensichtlichen Grenzen der Geldpolitik bei der Steuerung der Inflation haben eine grundsätzliche Debatte zu den Zielen und Instrumenten von Notenbanken ausgelöst. Ob es zu institutionellen Veränderungen in der Geldpolitik kommen wird und falls ja, in welche Richtung diese zielen, ist derzeit völlig offen. Diskutiert wird eine Flexibilisierung des Inflationsziels ebenso wie eine Anhebung des Zielwertes. Auch könnten unkonventionelle Maßnahmen wie der Ankauf von Anleihen durch Notenbanken künftig zum normalen Instrumentarium der Geldpolitik gehören. Dennoch muss grundsätzlich die Frage gestellt werden, ob ein Festhalten an nicht oder nur schwer erreichbaren Inflationszielen überhaupt Sinn macht. Es besteht dann nämlich die Gefahr, dass die Geldpolitik mit immer extremeren Mitteln und unter Inkaufnahme massiver unerwünschter Nebenwirkungen versucht, ihre Ziele zu erreichen. Egal wie die Debatte letztlich ausgeht, die Geldpolitik dürfte zumindest in den kommenden Jahren noch sehr expansiv bleiben, so dass sich Märkte und Realwirtschaft weiterhin auf sehr niedrige Zinsen einstellen müssen.

Ihr



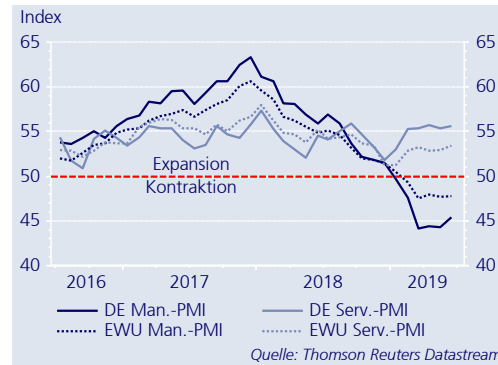
EWU-Konjunktur: Noch keine Konjunkturbelebung in Sicht

Drohende Enttäuschung im 2. Quartal

Deutschland und die Eurozone befinden sich seit Spätsommer vergangenen Jahres in einer konjunkturellen Abschwungphase. Hierüber kann auch ein überraschend starkes BIP-Wachstum im 1. Quartal 2019 von jeweils 0,4% gegenüber dem Vorquartal kaum hinwegtäuschen. Insbesondere hierzulande ist vielmehr davon auszugehen, dass die unterliegende, verhaltener Dynamik lediglich temporär durch einzelne Sonderentwicklungen – beispielsweise im Bau aufgrund der ungewöhnlich milden Witterung – überlagert wurde.

Auf eine Gegenbewegung und ein schwächeres 2. Quartal deuten zumindest die bislang veröffentlichten Konjunkturindikatoren für die laufende Periode hin. So ist die Industrieproduktion im Euroraum im April um 0,5% gegenüber dem Vormonat gesunken. Negativ stach dabei auf Länderebene insbesondere Deutschland mit einem Minus von 2,3% hervor – der schlechteste Wert im gesamten Euroraum. Hingegen konnten Frankreich und insbesondere Spanien – nicht zum ersten Mal in den vergangenen Monaten – positiv überraschen. Von der „Konjunkturlokomotive Deutschland“ ist derzeit zumindest mit Blick auf die Industrie wenig zu sehen. Natürlich bietet ein einzelner Monatswert noch keine hinreichende Basis für die Prognose der Entwicklung im Quartalsvergleich. Bereits jetzt deutet sich aber sowohl für Deutschland als auch für die Eurozone ein klarer Rückgang des Produktionsniveaus im Frühjahrsquartal an. Natürlich könnten stärkere Mai- oder Juni-Daten dieses Bild noch ins Gegenteil verkehren. Das Problem ist aber, dass es hierfür bislang so gut wie keine Anzeichen gibt. Dies zeigt sich unter anderem bei den deutschen Auftragseingängen in der Industrie. Zuletzt zwei magere Zuwächse im Vormonatsvergleich sind bei weitem nicht genug, den Einbruch um kumuliert mehr als sechs Prozent im Januar/Februar wettzumachen. Hier alleine auf die Handelsstreitigkeiten oder den Brexit als

Konjunkturelle Spaltung hat Bestand – vor allem in Deutschland



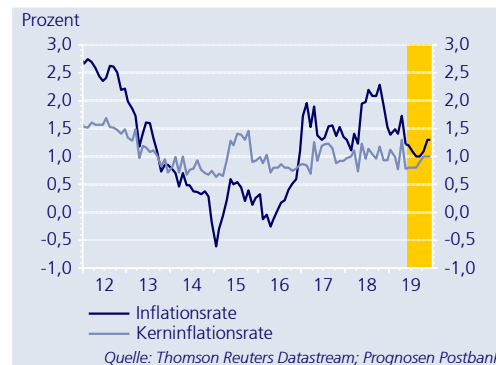
externe Belastungsfaktoren für die Industrie zu verweisen, greift angesichts zuletzt viermal in Folge gesunkener Inlandsorders sicher zu kurz. Ein weiteres Indiz dafür, dass die Industrie wohl kaum kurzfristig zur Stärke zurückfinden wird, sind die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe, obwohl diese sich im Juni von 47,7 auf 47,8 Punkte (EWU) beziehungsweise von 44,3 auf 45,4 Zähler (DE) verbessert haben. Gleichwohl liegen die PMIs immer noch moderat beziehungsweise deutlich in kontraktivem Terrain. Die Spaltung der deutschen Konjunktur hat angesichts einer deutlich besseren Stimmung im stärker binnenvirtschaftlich orientierten Dienstleistungssektor damit weiter Bestand. Die Binnennachfrage dürfte unseres Erachtens – wenn auch im Falle Deutschlands nur knapp – verhindern, dass die rezessiven Tendenzen in der Industrie zu einer Schrumpfung der Wirtschaftsleistung insgesamt im 2. Quartal führen. Das EWU-BIP-Wachstum dürfte sich vor diesem Hintergrund auf 0,2% verlangsamen, während wir hierzulande lediglich mit Stagnation rechnen.

Konjunkturdynamik bleibt verhalten

Darüber hinaus gibt es bislang so gut wie keine Anzeichen, dass die Konjunktur ihre Schwächephase mit Ablauf des 2. Quartals

bereits überwinden wird. Vielmehr gehen wir davon aus, dass äußerst verhaltene Wachstumsraten uns auch im 2. Halbjahr 2019 noch begleiten werden, und rechnen frühestens gegen Jahresende mit einer gewissen Belebung. Ein diesbezügliches Signal hatten wir in den Konsolidierungsansätzen bei den stärker zukunftsorientierten Komponenten diverser Sentimentindikatoren, wie beispielweise den ifo-Geschäftserwartungen, gesehen. Jedoch sind diese im Juni nun wieder deutlicher von 95,2 auf 94,2 Zähler gesunken und sind damit wieder bis fast auf ihr zyklisches Tief aus dem Februar dieses Jahres zurückgefallen. Dies könnte ein Signal sein, dass sich eine nachhaltige konjunkturelle Wiederbelebung hierzulande noch einmal weiter nach hinten und damit in das kommende Jahr verschiebt. Während wir für das 3. Quartal mit bestenfalls unwesentlich höheren BIP-Zuwachsraten als im 2. Quartal rechnen, setzen wir für das Schlussquartal mit einer Prognose von jeweils 0,3% für Deutschland und die EWU noch auf eine gewisse Belebung – auch weil eine mögliche geldpolitische Lockerung der EZB im Herbst positive Impulse setzen könnte. Die Abwärtsrisiken liegen insbesondere angesichts der ungeklärten Handelsstreitigkeiten aber auf der Unterseite. Insgesamt dürfte das BIP-Wachstum hierzulande 2019 bei mageren 0,7% liegen und sich 2020 auf 1,2% beschleunigen. Für die EWU insgesamt rechnen wir mit Zuwächsen um 1,1% beziehungsweise 1,0%.

Grundlegender Preisauftrieb im Euro-raum bleibt verhalten



Normalisierung der Inflationsdynamik

Die EWU-Inflationsrate ist im Mai deutlich von 1,7% auf 1,2% gesunken. Die Kerninflationsrate gab in vergleichbarem Ausmaß auf 0,8% nach. Nachdem ein Sondereffekt aufgrund der Lage der Osterferien die Inflation im April kräftig nach oben getrieben hatte, erfolgte nun die zu erwartende Normalisierung. Weder von Seiten der Energiepreise, noch von Seiten der Lohndynamik sehen wir im Moment Anzeichen, dass es in den kommenden Monaten zu einer wesentlichen Beschleunigung des Preisauftriebs im Euroraum kommen wird. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Inflationsrate daher von 1,8% auf 1,3% sinken und sich 2020 nur leicht auf 1,4% beschleunigen.

Dr. Lucas Kramer

Prognosen Postbank

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

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

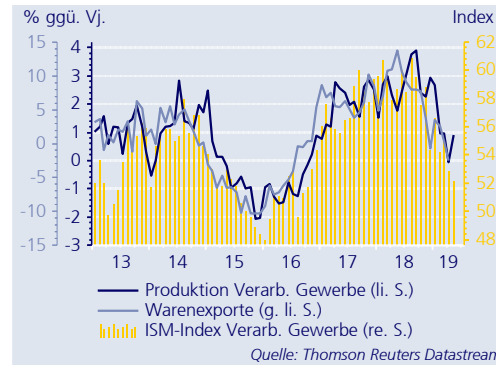
US-Konjunktur: Handelsstreitigkeiten hinterlassen Bremsspuren

Industrie und Exporte schwächeln – Einzelhandel robust

Das überraschend starke US-BIP-Wachstum von annualisiert 3,1% im 1. Quartal dieses Jahres hat Befürchtungen geweckt, dass es im laufenden Quartal zu einer deutlichen Gegenbewegung kommen könnte. Hierfür spricht insbesondere, dass sich der Lageraufbau in den vergangenen Perioden derart beschleunigt hat, dass eine Verlangsamung und damit ein negativer Wachstumsimpuls nur noch eine Frage der Zeit sein dürfte. Auch beim Außenbeitrag rechnen wir nach einem Wachstumsbeitrag von einem vollen Prozentpunkt im 1. Quartal mit einer deutlichen Gegenbewegung.

So sind die US-Exporte nach zuvor drei Anstiegen im Vormonatsvergleich in Serie zum Auftakt ins 2. Quartal deutlich gesunken, was angesichts der nach wie vor ungelösten Handelsstreitigkeiten keine Überraschung ist. Hier ist zudem für Mai und Juni eher eine weitere Verschlechterung zu befürchten, nachdem China im Mai mit Gegenmaßnahmen auf neue Strafzölle seitens der USA reagiert hatte. Sowohl die (perspektivisch) schwächeren Exporte als auch die handelsbeschränkenden Maßnahmen bei Importen in die USA stellen zunehmend auch ein Problem für die US-Industrie und hier im Speziellen für das mit einem Anteil von rund 75% ausgesprochen wichtige Verarbeitende Gewerbe dar. Dessen Produktion ist seit Herbst letzten Jahres in einem Abwärtstrend gefangen und weist aktuell im Vorjahresvergleich kein nennenswertes Plus mehr aus. Das Verarbeitende Gewerbe konnte im Mai mit einem mageren Plus von 0,2% zum Vormonat seinen ersten Anstieg in diesem Jahr überhaupt verzeichnen. Nach einem schwachen 1. Quartal droht die Industrieproduktion insgesamt damit auch das BIP-Wachstum in der laufenden Periode zu bremsen. Aber es gibt auch gute Nachrichten. Diese stammen vom privaten Verbrauch, dem wichtigsten Wachstumsträger der US-Wirtschaft. Hierauf deutet zumin-

Industrie spürt die Folgen der Handelsstreitigkeiten



dest die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze hin, die seit März durchgehend zugelegt haben. Entscheidend ist hier, dass die Umsätze in der engen Abgrenzung ‚retail control‘, die direkt in die Schätzung des privaten Verbrauchs einfließt, im Quartalsvergleich bereits jetzt deutlich vorne liegen. Für das BIP-Wachstum im zu Ende gehenden 2. Quartal ergibt sich damit ein gespaltenes Bild: Während der private Verbrauch sich nach einem enttäuschenden Jahresauftakt wieder deutlich beleben sollte, rechnen wir für die Investitionen nur mit einer weiterhin verhaltenen Dynamik. Hinzu kommen die voraussichtlich negativen Effekte seitens des Außenhandels und der Lagerinvestitionen, so dass das Wachstum in annualisierter Rechnung voraussichtlich nicht wesentlich über 1% hinauskommen dürfte.

Leichte Abwärtsrevision der Wachstumsprognosen

Für die zweite Jahreshälfte bleiben wir grundsätzlich positiv gestimmt. So bewegen sich Sentimentindikatoren wie die ISM-Indizes trotz teilweise deutlicher Rückgänge nach wie vor überwiegend auf Niveaus, die mit einer moderaten Expansion der wirtschaftlichen Aktivitäten gut vereinbar sind. Ungeachtet dessen mehrten sich mit Blick auf einzelne, stärker vorwärts

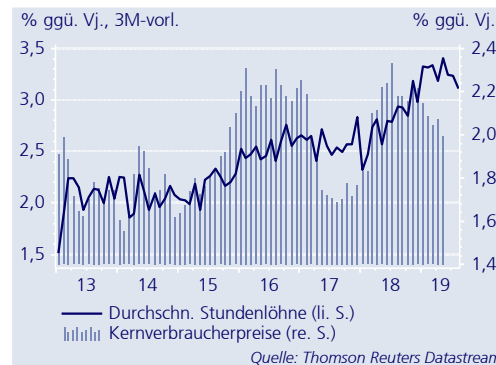
gerichtete Subindizes oder regionale Sentimentindikatoren aber die Anzeichen, dass die Belastungen aus den Handelsstreitigkeiten, einer abflauenden Weltkonjunktur und dem Auslaufen der positiven Effekte der letztjährigen Steuerreform mehr und mehr spürbar werden. So sind beispielsweise regionale Stimmungskennzahlen wie der Empire State Index oder der Philadelphia Fed Index im Juni erheblich gesunken und signalisieren, dass der Abschwung in der US-Industrie die Talsohle vermutlich noch nicht erreicht hat. Insgesamt rechnen wir angesichts der weiterhin intakten Binnenkonjunktur für die kommenden Quartale aber mit einer Stabilisierung der annualisierten BIP-Wachstumsraten im Bereich von 2%. Für das Gesamtjahr 2019 ergibt sich damit eine leichte Abwärtsrevision unserer BIP-Wachstums-Prognose von 2,6% auf 2,4%, während wir für 2020 nunmehr mit einem Plus von 1,8% (zuvor: 1,9%) rechnen. Die Abwärtsrisiken für unseren Ausblick liegen dabei in erster Linie in einer ausbleibenden Einigung oder sogar weiteren Eskalation der Handelsstreitigkeiten der USA – zunächst mit China, im weiteren Verlauf aber beispielsweise auch mit der EU. Fraglich bleibt, ob die von der Fed für die kommenden Monate in Aussicht gestellten, möglichen Leitzinssenkungen ausreichen werden, den negativen Einfluss der Handelsstreitigkeiten auf die US-Konjunktur vollständig zu kompensieren.

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Kein weiterer Aufwärtsdruck auf Kerninflation



Kerninflation bleibt mäßig

Die US-Kernverbraucherpreise sind im Mai gegenüber dem Vormonat lediglich um 0,1% gestiegen. Die hierin nicht berücksichtigten Energiepreise gingen im Beobachtungszeitraum um 0,6% im Vormonatsvergleich und damit erstmals seit Januar dieses Jahres zurück. Da sich aber zugleich Nahrungsmittel vergleichsweise kräftig um 0,3% verteuerten, ergab sich für die gesamten Verbraucherpreise wie für die Kernverbraucherpreise ein Anstieg um 0,1%. Die Inflationsrate sank im Zuge dessen von 2,0% auf 1,8%, während die Kernteuerung von 2,1% auf 2,0% nachgab. Der Preisdruck in der US-Wirtschaft ist damit trotz eines weiterhin soliden Konjunkturmilieus und eines engen Arbeitsmarkts verhalten. Hieran dürfte sich auch auf Sicht der kommenden Monate wenig ändern. So ist es durchaus möglich, dass die Lohnsteigerungen am US-Arbeitsmarkt ihren Höhepunkt inzwischen überschritten haben, so dass von dieser Seite nicht mehr mit einem zunehmenden Druck auf die Kernverbraucherpreise zu rechnen ist. Die Kerninflationsrate dürfte sich vor diesem Hintergrund im weiteren Jahresverlauf im Bereich von 2% bewegen und auch im Jahresdurchschnitt dieses Niveau erreichen. Die gesamte Teuerungsrate dürfte angesichts eines geringeren Preisdrucks seitens der Energiekomponente hinter diesem Niveau zurückbleiben.

Dr. Lucas Kramer

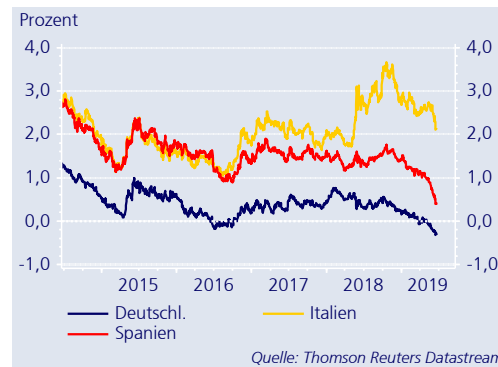
Rentenmarkt: EZB und Fed auf Zinssenkungskurs

Renditen auf Rekordtief

Die Kapitalmarktrenditen im Euroraum fielen in den vergangenen Wochen auf neue historische Tiefstände. 10-jährige Bundesanleihen rentierten zeitweise bei -0,32% und damit so niedrig wie nie zuvor. Auch die Anleihen der meisten anderen EWU-Länder erreichten neue Renditetiefs. 10-jährige französische Staatspapiere wiesen das erste Mal eine negative Rendite auf. In Italien sanken die Renditen zunächst kaum, da der Haushaltsstreit mit der EU nach dem starken Abschneiden der rechtspopulistischen Lega und der Empfehlung der EU-Kommission, ein Defizitverfahren einzuleiten, weiter zu eskalieren droht. Nachdem der EZB-Präsident die Möglichkeit einer Wiederbelebung des Anleiheankaufprogramms ins Spiel brachte, gingen aber auch in Italien die Renditen massiv zurück. Selbst Griechenland, das nach wie vor viel zu hoch verschuldet ist, zahlt inzwischen auf neu emittierte Staatsanleihen so wenig Zinsen wie noch nie. Zeitweise konnte der griechische Staat am Markt sogar günstiger Finanzierungsmittel aufnehmen als der italienische. Auch die USA konnten sich dem Trend zu sinkenden Renditen nicht entziehen. Allerdings rentieren 10-jährige Staatspapiere dort mit aktuell 2% immer noch deutlich oberhalb des Mitte 2016 erreichten historischen Tiefs von 1,32%.

Schwache Konjunkturdaten, niedrige Inflationsraten und eine wachsende Risikoaversion der Anleger haben maßgeblich zum Renditeverfall beigetragen. Im Euroraum ist ein Ende der Wachstumsflaute noch nicht abzusehen, während die Sorgen vor einer Rezession in den USA zunehmen. Dies- wie jenseits des Atlantiks ist die Inflation im Mai zurückgegangen und befindet sich nun wieder mehr oder weniger deutlich unterhalb der geldpolitischen Zielmarken. Die Märkte zweifeln inzwischen daran, dass die Geldpolitik ihr Inflationsziel in absehbarer Zeit erreichen kann. Die aus Inflationsswaps abgeleiteten mittelfristigen

Starker Renditeverfall am aktuellen Rand

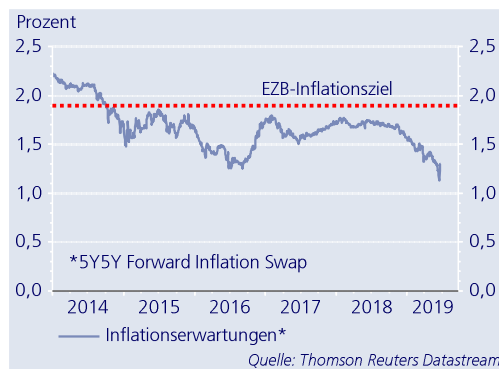


Inflationserwartungen für den Euroraum befinden sich nur noch bei etwa 1,1%. Auch das ist ein neues historisches Tief. Nicht einmal in den Jahren 2015 und 2016, als die EWU-Inflation mehrfach in den negativen Bereich abtauchte und die EZB aus Sorge vor einer Deflation ein großvolumiges Anleiheankaufprogramm auflegte, waren die Märkte mit Blick auf die Inflation so pessimistisch gestimmt wie heute.

Moderater Spielraum für die EZB

Allerdings ist die geldpolitische Situation heute auch eine andere als noch vor ein paar Jahren. Nachdem die EZB die Leitzinsen auf null Prozent bzw. in den negativen Bereich abgesenkt und Anleihen im Volumen von 2.600 Mrd. Euro angekauft hat, besteht nur noch ein geringer Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik im Euroraum. Dabei hätten es die guten konjunkturellen Rahmenbedingungen und die Normalisierung der Inflation in den vergangenen Jahren den Währungshütern durchaus ermöglicht, ihre ultraexpansiven Maßnahmen ohne ein Risiko größerer makroökonomischer Belastungen moderat zurückzufahren. Den Rückgang der Inflationserwartungen alleine auf den geringen Spielraum der EZB zu schieben, weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen

Inflationsziel überhaupt noch erreichbar?



durchzuführen, greift allerdings zu kurz. So sind auch in den USA massive Zweifel am Erreichen des Inflationsziels aufgekommen, obwohl die US-Notenbank den Ausstieg aus der Krisenpolitik weit vorangetrieben hat und heute wieder über Spielräume zur Lockerung ihrer Geldpolitik verfügt.

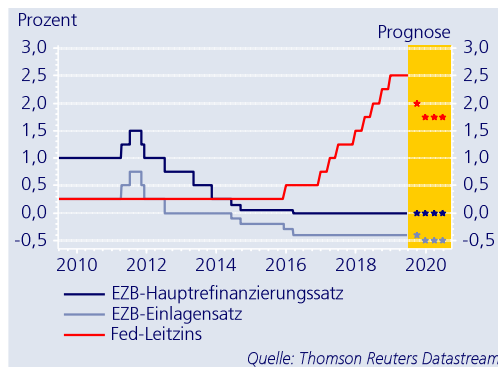
Angesichts des begrenzten geldpolitischen Spielraums im Euroraum waren die Erwartungen hinsichtlich der EZB-Ratssitzung Anfang Juni nicht allzu hoch. Trotz verhaltener Wachstums- und Inflationserwartungen für die EWU und zahlreicher Abwärtsrisiken, die von geopolitischen Risiken, dem Handelsstreit und Schwellenländern ausgehen, ließ die Notenbank die Leitzinsen unverändert. Gleichzeitig beschloss sie aber eine zeitliche Ausdehnung ihrer Forward Guidance. Ging sie bislang davon aus, dass die Leitzinsen bis mindestens Ende 2019 auf dem aktuellen Niveau bleiben werden, so rechnet sie nun mit unveränderten Leitzinsen bis mindestens zur Jahresmitte 2020. Teilweise gehegte Erwartungen, dass die EZB die Formulierung dahingehend ändern könnte, dass sie von unveränderten oder aber niedrigeren Leitzinsen ausgeht, was ein Signal für eine potenzielle Zinssenkung gewesen wäre, wurden damit nicht erfüllt. Auch gab es noch keine Entscheidung zu einer möglichen Staffelung des negativen Einlagenzinses, um die Belastungen für Banken, die Liquiditätsreserven bei der EZB halten, abzumildern. Immerhin scheint eine solche Maßnahme laut Draghi aber grundsätzlich immer noch eine Option zu sein. Auch signalisierte der EZB-Präsident weiterhin

Handlungsbereitschaft der Notenbank, sollte dies zur Erreichung ihrer geldpolitischen Ziele notwendig sein. In einer späteren Rede auf einer EZB-Konferenz in Portugal führte Draghi explizit die Möglichkeit einer Leitzinssenkung sowie einer Neuaufnahme des Anleiheankaufprogramms an.

Auf der Ratssitzung entschied die EZB zudem über Details zu den angekündigten langfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO-III, Targeted Longer-Term Refinancing Operations) mit Laufzeiten von jeweils zwei Jahren, von denen der erste im kommenden September ausgeschrieben wird. Die Basisverzinsung liegt beim durchschnittlichen Refisatz über die gesamte Laufzeit des Tenders zuzüglich eines Aufschlags von 0,1 Prozentpunkten. Sofern ein Kreditinstitut bestimmte Kriterien hinsichtlich seiner Kreditvergabe erfüllt, kann der Zinssatz reduziert werden auf den durchschnittlichen Einlagensatz zuzüglich 0,1 Prozentpunkte. Die Konditionengestaltung ist damit etwas ungünstiger als bei den bald auslaufenden TLTRO-II, auch wenn ein signifikanter Anreiz zur Kreditvergabe durch Banken erhalten bleibt. Aus Sicht der EZB stellen die neuen TLTROs eine Art Auffanglösung für Banken dar, die aus regulatorischen Gründen oder nach Auslaufen der alten TLTROs längerfristige Liquidität benötigen.

Nach dem massiven Rückgang der Inflationserwartungen und den jüngsten Äußerungen des EZB-Präsidenten halten wir nun eine nochmalige leichte Absenkung des EZB-Einlagenzinssatzes von aktuell -0,4% auf -0,5% im Herbst für wahrscheinlich. Dies dürfte mit einer Differenzierung des Zinssatzes, wie es ihn bspw. in Japan und der Schweiz gibt, kombiniert werden. Andernfalls würden die Belastungen für den Finanzsektor, der die negativen Zinsen auf der Einlagenseite nur begrenzt an Unternehmen und Privathaushalte weitergeben kann, weiter ansteigen. Dies könnte den Kreditvergabespielraum der Banken letztendlich einschränken und den geldpolitischen Zielen entgegenwirken. Der Druck auf die EZB, trotz des begrenzten Spielraums für eine weitere geldpolitische Lockerung Handlungsbereitschaft zu signalisieren, hat deutlich zugenommen.

EZB und Fed senken Leitzins



Angesichts der stark rückläufigen Inflationserwartungen steht die Glaubwürdigkeit des Inflationsziels der EZB auf dem Spiel. Hinzu kommt, dass die US-Notenbank eine baldige Lockerung ihrer Geldpolitik in Aussicht gestellt hat. Reagiert die EZB nicht, könnte der Euro aufwerten, was die Konjunktur- und Inflationsentwicklung im Euroraum weiter dämpfen würde. Weitergehende Maßnahmen, wie eine Wiederaufnahme von Nettoanleihekäufen durch die EZB halten wir vorerst für unwahrscheinlich.

Mehrere Zinsschritte der Fed in diesem Jahr

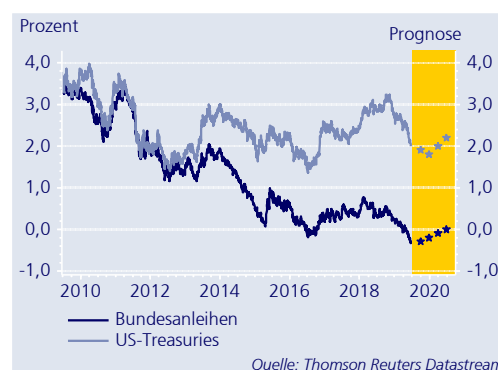
Vor dem Hintergrund schwächerer Konjunkturdaten und einer moderaten Inflation haben sich die Erwartungen einer baldigen Leitzinssenkung in den USA zuletzt deutlich verstärkt. Zwar hat die US-Notenbank auf ihrer Sitzung am 19. Juni noch keinen Zinsschritt verkündet. Sie hat den Märkten aber deutliche Hinweise auf eine bevorstehende Leitzinssenkung gegeben. Insbesondere die Tatsache, dass sie bei der Einschätzung des adäquaten Leitzinses nicht mehr geduldig sein möchte, sondern die wirtschaftliche Entwicklung eng überwachen und bei Bedarf handeln wird, weist in diese Richtung. Auch haben die FOMC-Mitglieder ihre Erwartungen in Bezug auf das künftige Leitzinsniveau deutlich nach unten geschraubt. Das wirtschaftliche Umfeld schätzt die Fed nach wie vor als solide ein, sieht durch den Handelsstreit und das global schwächere Wachstum aber Abwärtsrisiken für die

Konjunktur in den USA. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die US-Notenbank ihren Leitzins bereits auf der Sitzung Ende Juli um 25 Basispunkte senkt und bis Ende 2019 noch zwei weitere Zinsschritte vornimmt. In einem Jahr dürfte die Federal Funds Rate dann bei 1,50% bis 1,75% stehen. Sollte der Handelsstreit weiter eskalieren und die Konjunktur in den USA massiv beeinträchtigen, ist aber auch eine stärkere Senkung der Leitzinsen nicht ausgeschlossen.

Kaum höhere Renditen in Sicht

Der geldpolitische Kurswechsel und die makroökonomischen Rahmenbedingungen bieten kaum Potenzial für höhere Renditen im Euroraum in diesem Jahr. Während die Inflation im Euroraum in den kommenden Monaten nur bei gut 1% und damit unterhalb des EZB-Zielwerts verharren dürfte, ist erst gegen Jahresende mit einer nachhaltigen Verbesserung der Konjunktur zu rechnen. Gleichzeitig dürfte die EZB ihre ultraexpansive Geldpolitik fortsetzen und den bereits negativen Zinssatz für die Einlagenfazilität weiter absenken. Die Reinvestitionen der EZB, also der Ankauf neuer Anleihen, um alte auslaufende Wertpapiere zu ersetzen, bleibt noch für einige Zeit ein zentraler, stützender Faktor für die Anleihekurse. Die Währungshüter haben angekündigt, Anleihen auch noch für eine gewisse Zeit nach einer ersten Leitzinserhöhung anzukaufen. Ein Zurückfahren der Reinvestitionen ist bis Ende

Kapitalmarktrenditen bleiben niedrig



2020 somit fast ausgeschlossen. Auch dürfte die US-Notenbank ihren Leitzins in den kommenden Monaten absenken, was einen dämpfenden Effekt auf die Renditeentwicklung nicht nur im Euroraum haben dürfte. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognose für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen in 12 Monaten auf null Prozent und die für US-Staatsanleihen gleicher Laufzeit auf 2,2% abgesenkt.

Dr. Marco Bargel

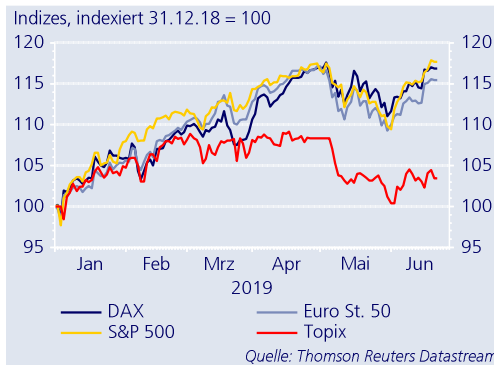
Prognosen Postbank

	24.06.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen in %			
Euroraum	0,00	0,00	0,00
USA	2,25-2,50	1,75-2,00	1,50-1,75
Japan	-0,10	-0,10	-0,10
UK	0,75	0,75	0,75
Renditen 10 Jahre in %			
Bunds	-0,31	-0,30	0,00
US-Treas.	2,01	1,90	2,20
Jap. JGBs	-0,15	-0,15	0,05
Brit. Gilts	0,82	0,80	1,15
Spreads ggü. Bunds in Basispunkten			
10j. Swap	52	50	45
EWUNon-Fin.	86	90	100

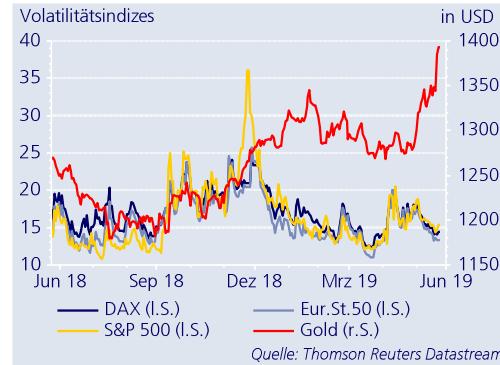
Quelle: Bloomberg Finance LP,
Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt: Auf kurze Sicht überwiegen die Kursrisiken

DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 haben Kursdelle wieder wettgemacht



Angstindizes entspannt, aber eine Krisenwährung hat kräftig angezogen



Von Krisen ist an den Aktienbörsen beiderseits des Atlantiks keine Spur

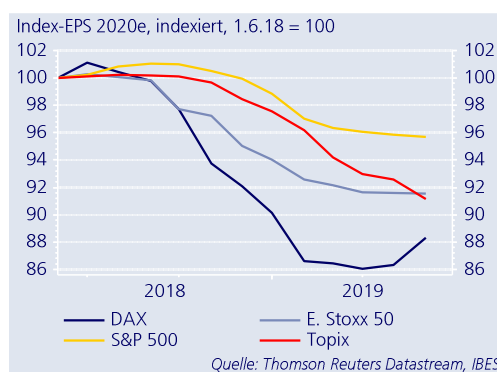
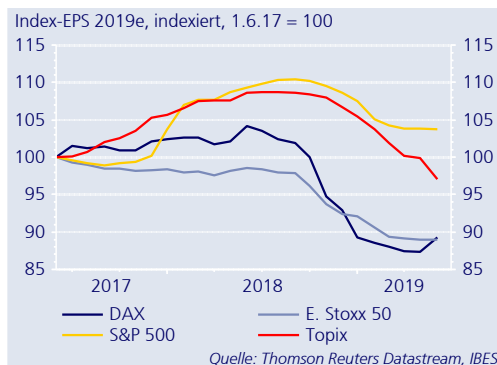
Anfang Mai verschreckte der US-Präsident noch zahlreiche Investoren, als er den Ton im Handelsstreit mit China verschärfte. Die bis dato gute Stimmung an den Börsen in der Alten und der Neuen Welt kippte und DAX & Co. legten den Rückwärtsgang ein. Ende Mai / Anfang Juni erreichten sie den Tief-punkt dieser Kursbewegung. Triebfeder hinter dieser Wende an den Börsen war die stetig größer werdende Hoffnung bei immer mehr Investoren, dass der nächste Zinsschritt der US-Notenbank eine Leitzinssenkung sein werde. Der Präsident der Fed bestärkte mit seinen in der Folge getätigten Äußerungen diese Erwartungshaltung. Und auch der Präsident der EZB, Mario Draghi, erklärte zuletzt, dass die Notenbank bereit stünde, wieder expansivere Maßnahmen zu ergreifen. Viele Investoren an den Aktienbörsen setzen auf die Macht der Notenbanken und blenden aktuell Konjunktursorgen aus. Sie nehmen momentan die Erwartungen enttäuschende Wirtschaftsnachrichten meist sogar positiv zur Kenntnis. Bedeuten sie doch in den Augen dieser Anleger, dass die Notenbanken so ein Argument mehr zur Hand haben, um geldpolitische Lockerungsmaßnahmen zu begründen. Die Anleger am Kabutocho teilen diese optimistische Einschätzung nicht zur Gänze. Ende Mai / Anfang Juni drehte zwar auch hier der Wind und der Topix löste sich von diesem

Kurstief. Im Vergleich zu den Kursbewegungen von DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 blies am Kabutocho aber nicht mehr als ein laues Lüftchen. Die Risiken, die der Handelskonflikt zwischen den USA und China auch für Japan birgt, hemmen hier schon seit März die Kursentwicklung. Dies zeigt die Performance der Indizes seit dem Jahreswechsel mehr als deutlich. Während S&P 500 (+17,5%), DAX (+16,2%) und Euro Stoxx 50 (+15,1%) deutliche Zuwächse aufweisen, kommt der Topix lediglich auf ein moderates Plus von 3,6%.

Nicht alle Investoren blenden die Risiken aus

Nicht nur am Kabutocho haben die Investoren eine andere Risikowahrnehmung als an den Aktienbörsen der Alten und der Neuen Welt. Zahlreiche Anleger fürchten u.a. einen Wirtschaftsabschwung und „fliehen“ in Sicherheit. Sie vertrauen nicht blindlings auf die Macht der Notenbanken, vor allem, da die Handelskonflikte, der Brexit und die Eskalation zwischen den USA und dem Iran nicht durch Geldpolitik gelöst, sondern die Folgen bestenfalls abgemildert werden können. Neben ausgewählten Staatsanleihen ist auch die Krisenwährung Nummer Eins, Gold, momentan sehr gefragt. Der Preis des Edelmetalls verteuerte sich im laufenden Monat um gut sieben Prozent und sprang vorübergehend auf ein Fünf-Jahres-Hoch.

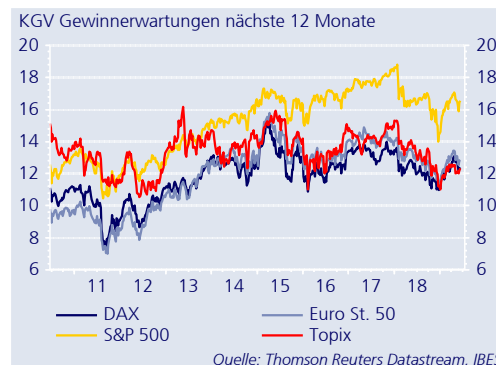
Negative Gewinnrevisionen dominieren sowohl für 2019 als auch 2020



Die USA sind keine Insel

Im Zeitablauf zeigt die Entwicklung der Gewinnerwartungen für den S&P 500 sowohl für 2019 als auch für 2020 im Vergleich zu den Gewinntrends bei DAX, Euro Stoxx 50 und Topix die konstruktivste Entwicklung. Im bisherigen Jahresverlauf überwogen hier für beide Kalenderjahre aber auch die Abwärtsrevisionen. Die negativen Effekte der US-Zölle sowie die nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft machen sich bremsend bemerkbar. Passend zu der schwachen Entwicklung der Frühindikatoren (ifo, PMI) gaben die Gewinnerwartungen für den DAX am stärksten nach. Sie haben sich inzwischen aber von ihren Tiefständen wieder gelöst und nähren die Hoffnung, dass eine wirtschaftliche Erholung möglich ist. Die Berichtssaison der Unternehmen zu ihrem Geschäftserfolg im 2. Kalenderquartal steht an und hier wird sich zeigen, ob die Firmen die Erwartungen der Bottom Up-Analysten erfüllen können oder ob diese den Daumen für die Gewinnprognosen senken müssen.

Gestiegene Bewertungen wirken kurzfristig bremsend



Aktuell erwarten die Bottom Up-Analysten auf aggregierter Basis für die Indizes sowohl für 2019 als auch für 2020 Gewinnsteigerungen im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr. Für 2019 liegen diese Zuwächse im mittleren einstelligen Prozentbereich. Für 2020 sind die Analysten optimistischer und trauen DAX, Euro Stoxx 50 sowie S&P 500 Anstiege im niedrigen zweistelligen Prozentbereich zu. Diese sind aber noch mit sehr großer Unsicherheit behaftet.

Steigende Gewinne sichern Kurse ab

Die immer noch ungelösten Handelskonflikte, der Brexit sowie die eskalierte Lage zwischen den USA und dem Iran können kurzfristig erhebliche Kursrisiken bergen. Je nach Fortschritt bei diesen Punkten sind positive, aber auch negative, kurzfristige (Kurs-)Überraschungen möglich. Da in allen Fällen aber weiterhin Gesprächsbereitschaft vorhanden ist, rechnen wir mit Einigungen, die für alle Verhandlungspartner zufriedenstellend sind. Zudem sollten die steigenden Firmengewinne DAX & Co. vor größeren Rückschlägen bewahren.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	24.06.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.275	11900-12100	12200-12400
Euro St. 50	3.456	3250-3450	3350-3550
S&P 500	2.945	2775-2875	2950-3050
Topix	1.548	1450-1550	1600-1700

Quelle: Bloomberg Finance LP

Marktprognosen Juli 2019

Zinsen in %	24.06.	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	-0,34	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33
2-j. Bunds	-0,74	-0,70	-0,65	-0,60	-0,60
10-j. Bunds	-0,31	-0,30	-0,20	-0,10	0,00
USA					
Fed Funds Rate	2,25-2,50	1,75-2,00	1,50-1,75	1,50-1,75	1,50-1,75
3-Monats-Libor	2,33	1,90	1,70	1,75	1,75
2-j. Treasuries	1,73	1,50	1,50	1,70	1,80
10-j. Treasuries	2,01	1,90	1,80	2,00	2,20
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	-267	-223	-203	-208	-208
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-232	-220	-200	-210	-220
Japan					
Overnight Call Rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
10-j. Staatsanleihen (JGBs)	-0,15	-0,15	-0,10	0,00	0,05
UK					
Base Rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	0,82	0,80	0,95	1,05	1,15
Swap/Credit Spreads in Basispunkten	24.06.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	52	50	50	45	45
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	-3	-5	-5	-5	-5
EWU Non-Financial A-Rated ./ Bunds	86	90	90	95	100
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	330	330	330	340	340
Wechselkurse	24.06.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,1389	1,13	1,14	1,15	1,15
Japanischer Yen (EUR/JPY)	122,25	120	120	118	118
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8942	0,91	0,93	0,93	0,93
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,1081	1,12	1,14	1,16	1,17
Chinesischer Renminbi (EUR/CNY)	7,8339	8,00	8,20	8,40	8,51
Commodities	24.06.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	64,39	65	65	65	65
Gold Spot (\$/Feinunze)	1.420	1.400	1.400	1.375	1.350
Aktien	24.06.	KGV		Kursziel	
		2019e	2020e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	12.275	13,3	12,0	11900-12100	12200-12400
Euro Stoxx 50	3.456	13,8	12,6	3250-3450	3350-3550
Standard & Poor's 500 *	2.945	17,9	16,1	2775-2875	2950-3050
Topix	1.548	12,6	11,8	1450-1550	1600-1700

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Quelle: Bloomberg Finance LP, Thomson Reuters Datastream, IBES

Konjunkturprognosen Juli 2019

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