

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2838	-24,20
10Y US T-Notes	2,3	-0,06
Nikkei	21117	-133
Hang Seng	27354	-593
Öl (Brent-Future)	68,6	-3,58
Gold-Future	1287	3,60
EUR / USD	1,119	0,00
EUR / GBP	0,882	0,00
EUR / JPY	122,69	-0,11

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Aug. 19	Nov. 19	Mrz. 20	Jun. 20
Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
3M-USD-Libor	2,52	2,55	2,63	2,78	2,89
2J Treasuries	2,16	2,32	2,38	2,53	2,68
5J Treasuries	2,12	2,37	2,44	2,59	2,75
10J Treasuries	2,33	2,54	2,61	2,75	2,90
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,31	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
2J Bundesanleihen	-0,63	-0,73	-0,60	-0,55	-0,50
5J Bundesanleihen	-0,52	-0,50	-0,33	-0,27	-0,21
10J Bundesanleihen	-0,11	0,00	0,16	0,22	0,30

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Aug. 19	Nov. 19	Mrz. 20	Jun. 20
USD	1,12	1,13	1,13	1,11	1,09
JPY	123	129	130	129	126
GBP	0,88	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,50	1,45	1,46	1,43	1,40
AUD	1,62	1,55	1,53	1,49	1,45
NZD	1,71	1,66	1,66	1,61	1,56
CHF	1,12	1,12	1,12	1,10	1,08
NOK	9,76	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,71	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,72	7,80	7,80	7,55	7,19

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Research

Dr. rer. oec. Jan Bottermann Tel.: 0201 8115 553

Chefvolkswirt

Email: jan.bottermann@national-bank.de

Institutionelle Kundenbetreuung

Thorsten Heisig Tel.: 0201-8115 126

Bernd Andersen Tel.: 0201 8115 120

Alexander Scharpenack-Engels Tel.: 0201 8115 122

Zins- und Währungsmanagement

Thilo Voss Tel.: 0201 8115 414

Arndt Meiswinkel Tel.: 0201 8115 391

Thi Hong Tham Nguyen Tel.: 0201 8115 427

Private Banking/Wealth Management:

[Ihre Ansprechpartner](#)

Wachstum Mit der jüngsten abermaligen Eskalation im Handelskonflikt seitens Präsident Trump hat sich der Ausblick weltweit abermals eingetrübt: Nachdem bereits eine weitere Runde von Strafzöllen umgesetzt wurde, schlugen die USA mit den Sanktionen gegen Huawei ein neues Kapitel auf. Hier besteht klar die Gefahr, dass der Konflikt eine neue Qualität erreicht hat, dessen auch emotionale Komponente die Fortsetzung der Handelsgespräche erheblich belasten könnte. Offenkundig sind die Positionen der beiden Kontrahenten zudem doch weniger kompatibel als zuletzt vor allem die US-Seite immer wieder hatte verlauten lassen. Obgleich die grundlegenden Anreizstrukturen für eine sukzessive Lösung des Konfliktes sprechen, scheint zumindest eine baldige Einigung nunmehr immer unwahrscheinlicher. Im Ergebnis ist die Gefahr, dass die retardierenden Wirkungen des sino-amerikanischen Konfliktes auf die Weltwirtschaft stärker sind als bislang angenommen, sicherlich klar gestiegen.

Allerdings blieben die Perspektiven für die US-Konjunktur bis zuletzt extrem robust. Als ein Beleg dafür, wie gut sich die binnenwirtschaftlichen Perspektiven in den USA weiter präsentieren, mag das 20-Jahreshoch der Konsumentenstimmung, erhoben durch die Universität Michigan, dienen - und das trotz eines globalen Konfliktes, der nun schon fast ein Jahr währt. Auch die US-Wirtschaft wird durch die Beeinträchtigung des Handels in ihrer Dynamik sicherlich gebremst, ein Ende der Expansionsphase ist nach wie vor nicht in Sicht, dafür ist die Binnenwirtschaft einfach noch zu stark. China kann derweil die bestehende Asymmetrie bei den betroffenen Handelsbereichen durch eine größere politische Geschlossenheit und den größeren fiskalischen Spielraum ausgleichen. Die Daten sprechen in der Summe dafür, dass das Land das offizielle Wachstumsziel von 6-6,5 % übertreffen kann. Dies geht zwar maßgeblich auf die massiven Interventionen zurück, der chinesische Atem ist aber bekanntermaßen lang. Selten zuvor hing die weitere Entwicklung weltweit so stark von einer einzigen geopolitischen Konfliktlinie ab. Bisher - so scheint es zumindest - ist aus den Belastungsfaktoren aber noch kein nachhaltiger, struktureller Schaden erwachsen: Nach wie vor erwartet der IWF, dass das globale Wachstum bis zum Jahre 2024 bei 3,6 % p.a. liegen wird, auch wenn die Prognosen für das laufende Jahr auf nunmehr nur noch 3,3 % weiter gesenkt wurden.

Primärer Leidtragender der globalen Spannungen ist aus der konjunkturellen Perspektive derzeit die Eurozone, obgleich diese von den Gesprächen bislang ja nur mittelbar betroffen ist. Im Vergleich zu den USA sind und waren die binnenwirtschaftlichen Auf-

triebskräfte in Europa schwächer ausgeprägt – die Eurozone stärker auf die weltwirtschaftlichen Impulse angewiesen. Wir haben dies an dieser Stelle immer wieder als „passive Natur“ des europäischen Aufschwungs bezeichnet, die nach unserem Dafürhalten maßgeblich den strukturellen Problemen der Währungsunion geschuldet ist.

Darüber hinaus beinhaltet der Handelskonflikt für die Europäer gleich in mehrfacher Hinsicht eine besondere Bedrohung: Die Vermischung geopolitischer und wirtschaftlicher Macht muss gerade für ein Land wie Deutschland, dessen Staatsraison über Jahrzehnte durch das außenpolitische Konzept des „Handelsstaates“ geprägt war, fundamentalste Orientierungsprobleme aufwerfen. Darüber hinaus trifft der Konflikt die Europäer zum ungünstigsten Zeitpunkt, da die desintegrativen Kräfte des hartnäckigen Wachstumsproblems auch den außenwirtschaftspolitischen Konsensus schwächen dürften. Schließlich die berechtigte Sorge, dass sich die USA nach den Gesprächen mit China der „Optimierung“ ihrer Handelsbeziehungen zu Europa zuwenden. Im Ergebnis verwundert es daher kaum, dass sich die US-Daten weiterhin relativ robust präsentieren, während die Fragilität des Sentiments in Europa vor allem an den Kapitalmärkten deutlich spürbar ist.

Nach wie vor spricht daher viel für eine besonders hohe internationale Diversifikation des europäischen Anlegers: Unter der Annahme einer konstanten Verzinsung verfügt der Großteil der europäischen Zinsstrukturkurve für erstrangige Staatsanleihen nunmehr über einen negativen Erwartungswert. Demgegenüber bringen es 5-jährige Treasuries unter der gleichen Prämisse auf einen Ertrag von 2,4%. Auch am Aktienmarkt hatten US-Investments in den letzten 12 Monaten deutlich die Nase vorn – der Performanceunterschied lag bei den großen Indices (S&P-500, Euro Stoxx 50) über 15%! Sollte sich der Handelskonflikt noch weiter intensivieren, dürfte sich daher vor allem in der Eurozone der Anlagenotstand noch intensivieren.

Zinssätze Vor dem Hintergrund der abermaligen Eskalation im Handelskonflikt sinken die Renditen rund um den Globus. Vor allem aber in Europa scheint die Zinsentwicklung derzeit nur eine Richtung zu kennen, nämlich weiter in den negativen Bereich. In der Tat nimmt derzeit die Wahrscheinlichkeit weiter zu, dass die EZB abermals expansiv tätig werden wird: Sowohl für 2019 als auch für 2020 bewegen sich die Inflationserwartungen weit unter der gesetzlich intendierten Zielgröße von 2%. Diese Entwicklung bietet der EZB vor allem auch die Legitimation, den Ländern der südlichen Peripherie weiter entgegenzukommen und damit letztlich den Euro weiter zu erhalten. Hinter der zu geringen Inflationsentwicklung steckt ein seit 2009 anämisches Wachstum: Schaut man auf die Niveaugrößen, ist die Eurozone seit dem „Vormärz“ der Lehman-Krise lediglich um 0,7 Prozent p.a. gewachsen – also erheblich unterhalb des Potentialpfades. Zum Vergleich: Die USA expandierten im gleichen Zeitraum um 1,7% jedes Jahr – also rund 2,5-mal so stark. Wir gehen – wie oben geschildert – zwar davon aus, dass der globale Ausblick zumindest robust bleibt. In Europa zeichnet sich aber immer klarer ab, dass die gesamtwirtschaftliche Dynamik nicht ausreichen wird, um die Zielgrößen bei der Inflation zu erreichen.

Vor diesem Hintergrund hat die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Runde expansiver Maßnahmen in Europa weiter zugenommen. Wir senken daher abermals unsere Projektionen für die Zinsentwicklung auf nunmehr nur noch 0,3 % auf Jahressicht, wobei die weiteren Abwärtsrisiken dominieren. Damit liegen wir mit unseren Projektionen deutlich unterhalb des Konsensus, der bei 0,45 % per Q2 2020 liegt. Wir senken auch unsere Projektionen für die US-Sätze – und zwar auf nunmehr 2,9 % per Q2 2020 – hier liegen wir allerdings oberhalb des Konsensus von zuletzt 2,8 %. Hintergrund ist hier auch, dass wir nach wie vor eher eine Zinserhöhung der Fed erwarten, während der Markt Zinssenkungen einpreist.

Credit Spreads Die Corporate Spreads haben wieder zugenommen - gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe lagen sie zuletzt bei fast 70 Basispunkten. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sowohl das globale als auch das europäische Umfeld weiter stützend bleiben. Das was der europäischen Konjunktur an Dynamik fehlt, dürfte die EZB ausgleichen. Vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen im Handelskrieg dürfte die Spreadeinengung aber erst einmal pausieren: Wir rechnen bis auf weiteres mit einer Seitwärtsbewegung der Credit-Spreads in Europa.

Devisenmärkte Aus unserer Sicht bleibt der strategische Vorteil des US-Dollars auch in den kommenden 12 Monaten erhalten: Die Zinsdifferenz zur Eurozone sollte sich weiter ausbauen, da die USA einen höheren Zinssatz tragen können. Da sich der Ausblick für die europäische Geldpolitik immer weiter in Richtung abermals expansiverer Ausrichtung neigt, adjustieren wir unsere Prognose für den US-

Dollar abermals nach oben: Wir erwarten nunmehr eine Gegenbewegung lediglich in den Bereich von Kursen um 1,13, auf Jahressicht trauen wir dem US-Dollar nunmehr eine Aufwertung auf Kurse um EU-RUSD 1,09 zu.

Jüngste Prognoseanpassungen

Die kommende Daten-Woche

Die nächste Woche bringt am Dienstag eine ganze Batterie an Daten aus der Eurozone: Wir gehen davon aus, dass die Daten eine weitere leichte Eintrübung der Perspektiven beinhalten werden. So dürften die Erwartungen in der Industrie abermals gelitten haben, während sich die Stimmung der Verbraucher weiter relativ robust präsentieren sollte. In den USA dürfte das Verbrauchervertrauen - erhoben vom Conference Board - sogar noch weiter angestiegen sein. Wir trauen dieser Zeitreihe ausgehend von der guten Konstitution der US-Verbraucher noch einiges zu. Die Neuansprüche auf Arbeitslosenunterstützung sollten weiter unauffällig bleiben, der US-Arbeitsmarkt bleibt auf Rekordkurs. Wir halten ein Absinken der Arbeitslosigkeit in den USA auf Werte nahe 3 % für durchaus möglich. Mit Blick auf den Index der Uni Michigan erwarten wir entgegen des Konsensus trotz des bereits sehr hohen Niveaus eine weitere Befestigung, der Einkaufsmanagerindex aus der Region von Chicago dürfte wieder etwas an Boden gutmachen können.

Ausgewählte Konjunkturdaten der kommenden Woche für die USA, den Euroraum und China

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert	
Montag, 27. Mai				
keine Datenveröffentlichungen				
Dienstag, 28. Mai				
GE	Importpreisindex	April	0,5% M/M / 1,6% J/J	0% / 1,7%
GE	GfK-Verbrauchervertrauen	Juni	10,4	10,4
FR	Verbrauchervertrauensindex	Mai	97	96
EC	Verbrauchervertrauensindex	Juni	-7	-7
EC	Industrievertrauensindex	Mai	-4	-4
EC	Wirtschaftsvertrauensindex	Mai	103,8	104,0
EC	Dienstleistungsvertrauensindex	Mai	11	12
EC	M3-Geldmengenwachstum	April	4,3% / %	4,5% / 4,2%
US	Verbrauchervertrauensindex des Conf. Board	Mai	130,5	129,2
Mittwoch, 29. Mai				
IT	Geschäftsklimaindex	Mai	100,4	100,6
IT	Verbrauchervertrauensindex	Mai	110,1	110,5
FR	Verbraucherpreisindex	Mai	0,3% M/M / 1,1% J/J	0,3% / 1,3%
FR	Erzeugerpreisindex	April		0% / 1,9%
FR	BIP	1. Quartal	0,3% Q/Q / 1,1% J/J	0,3% / 1,1%
GE	Arbeitslosenrate (sa)	Mai	4,9% J/J	4,9%
GE	Einzelhandelsumsätze	April	0,1% M/M / 1,3% J/J	0% / -2,1%
Donnerstag, 30. Mai				
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 25.05.2019		211 Tsd.
US	Großhandelslagerbestände	April		-0,1%
US	US-BIP	1. Quartal	3,1%	3,2%
US	Privater Konsum	1. Quartal		1,2%
US	BIP-Deflator	1. Quartal	0,9%	0,9%
Freitag, 31. Mai				
CH	PMI verarbeitendes Gewerbe	Mai	49,9	50,1
CH	PMI Dienstleistungsgewerbe	Mai	54,3	54,3
GE	Verbraucherpreisindex	Mai	0,3% M/M / 1,6% J/J	1% / 2%
IT	Verbraucherpreisindex	Mai	1% J/J	0,2% / 1,1%
IT	PPI Manufacturing	April		0% / 3,7%
IT	BIP	1. Quartal	0,2% Q/Q / 0,1% J/J	0,2% / 0,1%
US	Persönliche Einkommen	April	0,3%	0,1%
US	Persönliche Ausgaben	April	0,2%	0,9%
US	Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan	Juni	101,5	102,4
US	Chicago Einkaufsmanagerindex	Mai	54,0	52,6
US	PCE Deflator	April	1,5% J/J	1,5%
US	PCE Deflator Kernrate	April	0,2% M/M / 1,6% J/J	0,0% / 1,6%

WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN!

Die in dieser Ausgabe enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswire, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt), die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Diese Ausgabe stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen der Autoren geben deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK AG überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sowie abgegebene Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine entsprechende vergleichbare künftige Entwicklung.

NATIONAL-BANK
Aktiengesellschaft
Theaterplatz 8
45127 Essen

Aufsichtsbehörde

Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.