

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2890	9,50
10Y US T-Notes	2,1	-0,01
Nikkei	21117	232
Hang Seng	27118	153
Öl (Brent-Future)	61,3	-1,92
Gold-Future	1358	12,60
EUR / USD	1,126	-0,01
EUR / GBP	0,891	0,00
EUR / JPY	121,87	-0,75

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Sep. 19	Dez. 19	Mrz. 20	Jul. 20
Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
3M-USD-Libor	2,39	2,42	2,51	2,69	2,83
2J Treasuries	1,78	1,92	1,98	2,16	2,35
5J Treasuries	1,79	1,97	2,04	2,23	2,41
10J Treasuries	2,03	2,14	2,21	2,39	2,57
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,34	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
2J Bundesanleihen	-0,75	-0,99	-0,85	-0,73	-0,60
5J Bundesanleihen	-0,64	-0,76	-0,60	-0,46	-0,32
10J Bundesanleihen	-0,30	-0,29	-0,14	-0,03	0,16

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Sep. 19	Dez. 19	Mrz. 20	Jul. 20
USD	1,13	1,13	1,13	1,11	1,09
JPY	121	129	130	129	126
GBP	0,89	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,49	1,45	1,46	1,43	1,40
AUD	1,63	1,55	1,53	1,49	1,45
NZD	1,72	1,66	1,66	1,61	1,56
CHF	1,11	1,12	1,12	1,10	1,08
NOK	9,67	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,61	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,77	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](mailto: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** Die globale Unsicherheit über die politischen Rahmenbedingungen ist nach wie so hoch wie selten zuvor. Einschlägige Indices zur Messung des Politikrisikos bewegen sich derzeit weltweit auf einem Niveau, das dem dreifachen des langjährigen Mittels entspricht. Vor diesem Hintergrund verwundert es kaum, dass das Gros der Stimmungsindikatoren rund um den Globus nach unten weist, so dass für die kommenden Monate wieder mit einem schwächeren Produktionsanstieg zu rechnen ist. Eine weitere Zuspitzung des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China und/oder eine Ausweitung auf die Handelsbeziehungen mit der Europäischen Union ist zwar nicht unser Hauptszenario. Eine solche Entwicklung würde aber ein gewichtiges Abwärtsrisiko für die Weltkonjunktur darstellen, was die Notenbanken bei ihrer wahrscheinlichkeitsgewichteten Lagebeurteilung berücksichtigen müssen.

Sowohl die Fed als auch die EZB lassen die disinflationären Wirkungen des Handelskonfliktes immer stärker in den Ausblick für die Geldpolitik einfließen. Im Saldo mit der vom Markt eingepreisten expansiveren Haltung der Notenbanken, haben sich die Perspektiven für die Weltwirtschaft stabilisiert. Es bleibt aber vor allem mit Blick auf den weiteren Kurs der Fed abzuwarten, ob die Notenbanken den Markterwartungen auch zur Gänze gerecht werden können. Die Daten der letzten Woche haben derweil unsere Einschätzung bestätigt, dass sich die US-Konjunktur weiterhin robust entwickelt. Aus unserer Sicht hervorzuheben waren insbesondere die Neuansträge auf Arbeitslosenunterstützung, die darauf verwiesen, dass der US-Arbeitsmarkt weiter rund läuft und der jüngste Einbruch beim Zuwachs der Stellen keinen systematischen Hintergrund hatte.

Das besonders starke Absacken der marktimpliziten Inflationserwartungen in Europa stützt derweil unsere These, dass das Euroland der größte Schwachpunkt innerhalb der etablierten Industrienationen bleibt. Dies mag neben den bekannten Strukturschwächen auch maßgeblich darauf zurückgehen, dass ein unregelmäßiger Brexit nach wie vor nicht ausgeschlossen werden kann. Zudem verweisen die Unwägbarkeiten im Rahmen der Auseinandersetzung zwischen der EU-Kommission und der italienischen Regierung um die Ausrichtung der Finanzpolitik und die Einhaltung der europäischen Fiskalregeln auf die Fragilität des ordnungspolitischen Rahmens in Europa. Für uns zentral bleibt aber, dass die Eurozone seit der Gründung des Euros deutlich zu gering wächst, so dass der Inflationsausblick strukturell niedriger ist als ohne Währungsunion. Wir sehen die globale Expansionsphase als weiterhin grundsätzlich intakt an, nach unserer Einschätzung expandiert die Weltwirtschaft



**Zinssätze** Die US-Notenbank beließ das Leitzinsband auf der jüngsten Sitzung bei 2,25 % bis 2,50 %. Gleichwohl neigt die Fed immer stärker zu Leitzinssenkungen für den Fall, dass die Konjunktur sich weiter eintrüben sollte. Die Ratio einer solchen Maßnahme wären mögliche Verunsicherungen der Unternehmen und privaten Haushalte aufgrund des weiterhin ungelösten Handelskonfliktes zwischen den Vereinigten Staaten und China. Fed-Chef Powell betonte auf der den Entscheid flankierenden Pressekonferenz aber insbesondere auch, dass neben den Risiken aus dem Handelskonflikt auch der Rückgang der Inflationserwartungen für diesen Schwenk maßgeblich sei. Gleichwohl verwies Powell auf eine bis zuletzt robuste gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Lande. In der Tat haben sich die makroökonomischen Projektionen des FOMC nur marginal verändert.

Aus unserer Sicht bestätigt die Linie der Fed unsere These, dass der US-Aufschwung weiter intakt ist und der untypisch moderate Preistrend auch maßgeblich der globalen Entwicklung geschuldet ist. Damit wird die US-Geldpolitik mehr denn je zu einer Funktion der Entwicklung der Weltwirtschaft, weil sich der Anteil der außenwirtschaftlichen Faktoren bei der Preisbildung erhöht hat. Wir erwarten für das laufende Jahr konstante Leitzinsen, da wir die US-Entwicklung weiterhin als robust einstufen. Die Entwicklung im nächsten Jahr dürfte dann maßgeblich vom Fortgang des Handelskonfliktes geprägt sein. Relativ zu anderen Wirtschaftsräumen bleibt der Kurs der Fed aber deutlich restriktiver.

Nach wie vor nimmt die Wahrscheinlichkeit weiter zu, dass die EZB abermals expansiver wird. Dahinter steht maßgeblich, dass sich die Inflationserwartungen weit unter der gesetzlich intendierten Zielgröße von 2 % bewegen: Nachdem die EZB ihre Forward Guidance für die Kapitalmärkte nach unten angepasst hatte, die Leitzinsen bis zur Jahresmitte 2020 auf den aktuellen Niveaus zu belassen, legte EZB-Präsident Draghi in seiner Rede in Sintra noch einmal nach und unterstrich die Handlungsbereitschaft der Notenbank. Er verwies auf die unveränderten Abwärtsrisiken für die wirtschaftliche Entwicklung in Europa und gab zu verstehen, dass bei einer unveränderten Entwicklung zusätzliche Impulse notwendig seien. Draghi schloss dabei kein Instrument aus: Die EZB könne den Einlagezins senken und würde für diesen Fall dann natürlich über "Maßnahmen zur Eindämmung von Nebenwirkungen" für das Finanzsystem beraten müssen. Darüber hinaus könnte die Bank ihre Forward Guidance anpassen, schließlich bestünden noch Spielräume bei Anleihenkäufen. Das Ganze werde "in den kommenden Wochen" entschieden.

Hinter der Tempoverschärfung der europäischen Zentralbank steht, dass die marktbasieren Inflationserwartungen für den Euroraum zuletzt ungewöhnlich deutlich gesunken sind: Es bewahrheitet sich unsere langgehegte Einschätzung, dass eine Veränderung des Inflationbildes in Europa ein wesentlich höheres Wachstum in Europa voraussetzt. Dabei überlagern sich derzeit mehrere Entwicklungen: Ein globaler Inflationstrend, der selbst eine vollausgelastete US-Wirtschaft das Preisziel unterschneiden läßt und ein seit Jahren zu schwaches europäisches Wachstum in Relation zum Produktionspotential. So ist es kein Wunder, wenn die Inflationserwartungen in Europa deutlich stärker absacken als in den USA. Solange der Handelskonflikt so viele Risiken birgt und der weiterhin latente Brexit als weiterer Belastungsfaktor hinzukommt, potenzieren sich diese Gefahren noch. Es wird damit insgesamt fast zur Gewissheit, dass die EZB noch expansiver wird. Es bleibt allerdings abzuwarten, wie genau sie dies umsetzen wird.

**Credit Spreads** Die Corporate Spreads notierten zuletzt - gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe - bei rund 55 Basispunkten. Vor dem Hintergrund der Aussicht auf eine abermalige Welle geldpolitischer Stimulation könnte sich der Trend zu einer weiteren Spreadingeinengung in Europa nunmehr weiter fortsetzen: Wir sehen es vor dem Hintergrund der abermals expansiveren Kehrtwende der EZB als nunmehr wahrscheinlich an, dass die Credit-Spreads - gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe - Werte um 40 Basispunkte erreichen können.

**Devisenmärkte** Die zunehmenden Zinssenkungserwartungen in den USA haben die transatlantische Zinsdifferenz reduziert. In der Folge konnte der Euro leicht aufwerten und notierte zuletzt bei Kursen um EURUSD 1,13. Aus unserer Sicht bleibt der strategische Vorteil des US-Dollars aber auch in den kommenden 12 Monaten erhalten. Die Zinsdifferenz zur Eurozone sollte sich weiter ausbauen, da die USA einen höheren Zinssatz tragen können. Sollte der Handelskonflikt noch an Intensität zulegen, dürfte der Kurs der Fed zwar expansiver werden – dies gilt aber natürlich auch für die EZB. Bereits jetzt zeichnet sich ab, dass der Rückgang der Inflationserwartungen in Europa viel stärker ist als in den USA. Insofern könnte

die EZB sogar gezwungen sein, trotz des bereits deutlich niedrigeren Niveaus mehr expansive Maßnahmen ins Werk zu setzen, als die Fed. Im Kern halten wir den Ausblick für die US-Konjunktur trotz des weiter vorangeschrittenen Zyklus für weiterhin solider als im Euroland. Im Ergebnis sehen wir auch weiterhin eine Aufwertung der US-Devisen auf Kurse um EURUSD 1,09 als am wahrscheinlichsten an.

**Jüngste Prognoseanpassungen** Vor dem Hintergrund der abermals expansiveren Haltung der EZB in Kombination mit den Risiken für die europäische Konjunkturentwicklung senken wir unsere Bundesanleiheprognose auf Sicht eines Jahres abermals ab: Wir erwarten nunmehr Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen um 0,2 % auf Jahressicht. Vor dem Hintergrund der veränderten Wahrscheinlichkeitsverteilung für den weiteren Zinspfad der US-Notenbank senken wir unsere Einschätzung für die Zinsentwicklung in den USA: Die zehnjährigen Staatsanleihen in den USA sollten auf Jahressicht um 2,6 % rentieren.

**Die kommende Daten-Woche** Die kommende Woche steht vor allem im Zeichen der internationalen Preisentwicklung: In den USA wird der Preisindex für die Konsumausgaben veröffentlicht. Dieses von der Fed bevorzugte Inflationsmaß dürfte mit Jahresveränderungsraten um 1,5 % auch weiterhin auf eine sehr moderate Entwicklung verweisen. Einmal mehr stehen für uns die Daten zu den Neuanträgen auf Arbeitslosenunterstützung im Zentrum des Interesses: Sollte diese Zeitreihe abermals ihren unveränderten robusten Seitwärtstrend bestätigen, wächst die Wahrscheinlichkeit, dass der Rückgang des Stellenzuwachses eine temporäre Sonderentwicklung war. Der Fed dürfte dann ein expansiverer Kurs zumindest erschwert werden. Der Einkaufsmanagerindex von Chicago dürfte mit einem Indexniveau um 54,0 Indexpunkte zwar leicht rückläufig sein, bliebe aber deutlich im Expansionsbereich. Auch in der Eurozone werden zentrale Daten zur Preisentwicklung erwartet. Wir gehen davon aus, dass die Kernteuerungsrate zuletzt wieder auf 1,1 % zulegen konnte. Diese Zunahme geht allerdings maßgeblich auf kalendarische Effekte aufgrund der späten Lage von Ostern zurück. Die unbereinigte Teuerungsrate, die alle Gütergruppen umfasst, wird voraussichtlich von 1,2 % auf 1,3 % zulegen. Gleichwohl verweisen sowohl die impliziten Markterwartungen als auch der insgesamt schwache Datenkranz darauf, dass es immer unwahrscheinlicher wird, dass die EZB ihr Preisziel erreichen wird. Das Ifo-Geschäftsklima könnte sich besser entwickeln als derzeit erwartet, wir rechnen mit einer Seitwärtstendenz, nicht zuletzt weil die Absenkung der Zinssätze zu einer Stabilisierung der Stimmung beigetragen haben dürfte. Es bleibt schließlich zu hoffen, dass auf dem zum Wochenschluss beginnenden 20-Gipfel in Japan zumindest eine weitere Eskalation im Handelsstreit verhindert werden kann.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 24. Juni</b>			
<b>GE ifo Geschäftsklimaindex (Lage/ Erwartung)</b>	<b>Juni</b>	<b>97,3 (100 / 94,6)</b>	<b>97,9 (100,6 / 95,3)</b>
GE Importpreisindex	Mai	-0,2% M/M / -0,3% J/J	0,3% / 1,4%
BE Geschäftsklimaindex	Juni		-3,6
<b>Dienstag, 25. Juni</b>			
FR Geschäftsklimaindex	Juni	103,5	104,1
<b>US Verbrauchervertrauensindex des Conf. Board</b>	<b>Juni</b>	<b>132,0</b>	<b>134,1</b>
US Verkäufe neuer Häuser	Mai	685 Tsd.	673 Tsd.
<b>Mittwoch, 26. Juni</b>			
GE GfK-Verbrauchervertrauen	Juli	10,0	10,1
FR Verbrauchervertrauensindex	Juni	100	99
US Auftragsgänge langl. Wirtschaftsgüter	Mai	0,0%	-2,1%
US - ex Transportation	Mai	0,1%	0,0%
US Großhandelslagerbestände	Mai		0,8%
<b>Donnerstag, 27. Juni</b>			
GE Einzelhandelsumsätze	Mai	0,5% M/M	-1% / 4%
GE Verbraucherpreisindex	Juni	0,2% M/M / 1,6% J/J	0,2% / 1,4%
IT Geschäftsklimaindex	Juni	101,3	102,0
IT Verbrauchervertrauensindex	Juni	111,5	111,8
<b>EC Verbrauchervertrauensindex</b>	<b>Juli</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>EC Industrievertrauensindex</b>	<b>Juni</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>EC Wirtschaftsvertrauensindex</b>	<b>Juni</b>	<b>104,5</b>	<b>105,1</b>
<b>EC Dienstleistungsvertrauensindex</b>	<b>Juni</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
<b>US Initial Jobless Claims</b>	<b>Woche zum 22.06.2019</b>		<b>216 Tsd.</b>
US US-BIP	1. Quartal	3,2%	3,1%
US Privater Konsum	1. Quartal	1,4%	1,3%
US BIP-Deflator	1. Quartal	0,8%	0,8%
<b>Freitag, 28. Juni</b>			
FR Erzeugerpreisindex	Mai		-0,6% / 2,2%
FR Verbraucherpreisindex	Juni	0% M/M / 1% J/J	0,1% / 0,9%
IT Verbraucherpreisindex	Juni	0,7% J/J	0,8%
IT PPI Manufacturing	Mai		-1,5% / 2,8%
<b>EC CPI-Schätzung</b>	<b>Juni</b>	<b>1,2% J/J</b>	<b>1,2%</b>
US Persönliche Einkommen	Mai	0,3%	0,5%
US Persönliche Ausgaben	Mai	0,4%	0,3%
<b>US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga</b>	<b>Juli</b>	<b>97,1</b>	<b>97,9</b>
<b>US Chicago Einkaufsmanagerindex</b>	<b>Juni</b>	<b>54,0</b>	<b>54,2</b>
<b>US PCE Deflator</b>	<b>Mai</b>	<b>1,5% J/J</b>	<b>1,5%</b>
<b>US PCE Deflator Kernrate</b>	<b>Mai</b>	<b>0,2% M/M / 1,6% J/J</b>	<b>0,3% / 1,6%</b>

**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.