

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	Okt. 19	Jan. 20	Apr. 20	Jul. 20
Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
3M-USD-Libor	2,29	2,31	2,40	2,57	2,71
2J Treasuries	1,79	1,79	1,84	2,01	2,19
5J Treasuries	1,77	1,84	1,90	2,08	2,25
10J Treasuries	1,98	2,01	2,07	2,24	2,41
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,36	-0,38	-0,43	-0,42	-0,41
2J Bundesanleihen	-0,76	-1,02	-1,06	-0,94	-0,82
5J Bundesanleihen	-0,65	-0,80	-0,82	-0,69	-0,56
10J Bundesanleihen	-0,39	-0,36	-0,38	-0,28	-0,10

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Okt. 19	Jan. 20	Apr. 20	Jul. 20
USD	1,13	1,13	1,13	1,11	1,09
JPY	122	129	130	129	126
GBP	0,90	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,47	1,45	1,46	1,43	1,40
AUD	1,61	1,55	1,53	1,49	1,45
NZD	1,69	1,66	1,66	1,61	1,56
CHF	1,11	1,12	1,12	1,10	1,08
NOK	9,64	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,56	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,74	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** Da sich bislang keine Lösung des Handelskonfliktes abzeichnet, ist die globale Unsicherheit über die politischen Rahmenbedingungen auch weiterhin so hoch wie selten zuvor: Die Ergebnisse des G20-Gipfels waren leider noch keine Trendwende im Handelsstreit. Einschlägige Indices zur Messung des Politikrisikos bewegen sich nach wie vor auf einem Niveau, das dem Dreifachen des langjährigen Mittels entspricht. Dies schlägt auf die Investitionsabsichten der Unternehmen durch, was zusätzlich zu den sukzessive in Kraft tretenden Handelsbeschränkungen ein dämpfender Faktor ist. Auf der anderen Seite mehrten sich zuletzt die Anzeichen dafür, dass der globale Handel zumindest in den letzten 4-6 Wochen wieder spürbar zulegen konnte. Einschlägige Indices zur Messung der globalen Aktivitäten (Container-Indices, etc.) sind seit März in einer steten Aufwärtsbewegung begriffen.

Von der Phase im Konjunkturzyklus her betrachtet sehen wir die globale Expansion noch als grundsätzlich intakt an: Dreh- und Angelpunkt dieser Einschätzung ist eine im globalen Aggregat bis dato unterdurchschnittliche Expansion gepaart mit weiterhin robusten Perspektiven in den USA. B.a.w. dürfte es den internationalen Notenbanken zudem gelingen, das globale Expansionstempo auf dem aktuellen Niveau zu stabilisieren. Darauf verwies bis zuletzt auch die Entwicklung an den internationalen Aktienmärkten, die vor allem an der globalen Leitbörse in Form des S&P-500-Index neue historische Höchststände erklimmen konnten. Mit einem Indexniveau von zuletzt 13 Punkten lag auch der VIX-Index signifikant unterhalb langjähriger Durchschnitte.

Auf der konjunkturellen Seite zeigt sich immer deutlicher, dass die Eurozone zumindest b.a.w. der Schwachpunkt der globalen Entwicklung bleibt: Hierfür gibt es eine Vielzahl von Anzeichen, vor allem die Kapitalmärkte sprechen eine deutliche Sprache: Trotz spürbar negativer Realzinsen seit fast einem Jahrzehnt bleibt die Performance deutlich hinter den USA zurück. In den letzten 5 Jahren konnten US-Assets im Schnitt rund doppelt so stark zulegen, wie ihre europäischen Pendanten, eine Entwicklung die sich auch in den letzten 12 Monaten fortsetzte. Schließlich öffnet sich auch die nominelle Zinsschere immer weiter. Grundsätzlich wird die europäische Konjunktur durch dynamische Zuwächse im Dienstleistungsbereich getragen. Diese wurde bis zuletzt durch einen ungebrochenen Beschäftigungsaufbau, spürbare Lohnzuwächse und steigende Konsumausgaben gestützt. Wir erwarten, dass diese die Expansion tragenden Prozesse trotz der perspektivisch abnehmenden Dynamik robust bleiben – fußen sie auch maßgeblich auf einer historisch beispiellosen



monetären Expansion, die Bestand haben wird. Der geplante Wechsel an der Spitze der EZB dürfte den Anlagenotstand für den Rentenanleger im Euroraum – bei allem Respekt für die fachliche Kompetenz von Frau Lagarde – eher verschärfen. Vor diesem Hintergrund sollten die Anleger unverändert eine maximale internationale Diversifikation anstreben.

**Zinssätze** Die EZB ist weiterhin mit den weiter fallenden längerfristigen Inflationserwartungen konfrontiert. Nach der Rede von Sintra kam es hier zu einer Gegenbewegung – aber der Abwärtstrend der Entwicklung konnte bislang nicht umgekehrt werden. Die weitere Entwicklung wird nun maßgeblich davon abhängen, ob sich der Verfall der Erwartungen fortsetzt oder nicht und wie die EZB diesen interpretiert. Was steckt also hinter dem Einbruch der Inflationserwartungen? Ist es eine strukturelle Entwicklung oder ein zyklisches Phänomen? Bei einer zyklischen Entwicklung ist davon auszugehen, dass es zumindest auf Dauer auch wieder anders kommen wird. Sollte der Konflikt um die internationale Handelsordnung sukzessive gelöst werden, dürfte die Räumung des Arbeitsmarktes auch in Europa sukzessive zu mehr Lohndruck führen. In diesem Umfeld bliebe die Zinswende auch in Europa zumindest eine Perspektive. Sollte der Rückgang der Inflationserwartungen in Europa dagegen systematischen Charakter haben, würde dies wahrscheinlich bedeuten, dass der Eurozone ein abermaliger nennenswerter quantitativer Schub bevorstünde. Wir erwarten, dass die EZB bereits auf der kommenden Sitzung den Boden für weitere Maßnahmen bereitet. Hier dürfte die Bank ihre Projektionen dahingehend ändern, dass die Leitzinsen bis mindestens Mitte nächsten Jahres auf den derzeitigen oder niedrigeren Niveaus bleiben werden. Alles Weitere könnte dann auf dem September-Termin umgesetzt bzw. entschieden werden.

Vor dem Hintergrund des weiterhin schwelenden Handelskonfliktes gehen wir davon aus, dass das internationale Zinsgefüge unter Druck bleibt. Während die Fed aus der binnenwirtschaftlichen Perspektive kaum Anlass hat, die Zinssätze zu senken, wird die EZB vor allem unter einer neuen Führung mit zunehmender Wahrscheinlichkeit noch mehr Stimulus auf den Weg bringen: Dies ergibt sich aus der politökonomischen Konstitution der Eurozone, die ja letztendlich auch durch die deutsche Europapolitik mitgetragen wird. Vor diesem Hintergrund senken wir unserer Bundprojektion weiter ab: Wir erwarten, dass die Bundrenditen auf Sicht eines Jahres Werte um -10 Basispunkte (Bloomberg Konsensus +0,18 %) erreichen werden. Unsere Projektion für die US-Zinssätze ermäßigen wir ebenfalls auf Werte um nunmehr 2,4 % (Bloomberg Konsensus 2,47 %) auf Jahressicht.

**Credit Spreads** Die Corporate Spreads sind in einen klaren Sinkflug übergegangen: Gemessen am 5-jährigen Markt-ITraxx-Europe konnten sie zuletzt die Marke von 50 Basispunkten unterschreiten. Vor dem Hintergrund der Kombination eines zumindest robusten Konjunkturverlaufs und einer historisch beispiellosen monetären Expansion dürfte die Spreads weiter fallen. Das nächste Ziel dürfte die Marke von 40 Basispunkten sein, die könnte aber noch nicht der Endpunkt der Entwicklung sein. Wir erwarten b.a.w. ein Absinken der Spreads auf 40 Basispunkte.

**Devisenmärkte** Die zunehmenden Zinssenkungserwartungen in den USA haben die transatlantische Zinsdifferenz zwischenzeitlich reduziert: Mit rund 2,5 % Zinsdifferenz bewegt sich diese rund 80 Basispunkte unterhalb des historischen Maximums. Bei Kursen unterhalb von 1,13 dürfte die US-Devisen derzeit in etwa gleichgewichtig gepreist sein. Aus unserer Sicht wird der Trend zu einer immer stärkeren Aufspaltung der transatlantischen Zinsdifferenz aber Bestand haben. Die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen hat wie ausgeführt einen sehr hohen Stellenwert für die EZB und die Anreizsituation im Rat verweist auf eine hohe Bereitschaft, dem geldpolitischen Ziel – unbedingt – Nachdruck zu verleihen. Sollte der Handelskonflikt noch an Intensität zulegen, dürfte der Kurs der Fed zwar expansiver werden – dies gilt aber natürlich auch für die EZB. 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 unverändert 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 Bundprognose 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 bringt vor allem Aufschluss über den weiteren Trend der Inflation in den USA. Der Preisdruck dürfte trotz geräumtem Arbeitsmarkt moderat geblieben sein. Wir erwarten eine Kernrate um 1,9 %, auch auf den preislichen Vorstufen der Erzeugerpreise ist der Preisdruck rückläufig. Da der Anteil der Industrie an der gesamten Wertschöpfung in Deutschland deutlich größer ist als im übrigen Euroraum, ist vor allem die deutsche Wirtschaft vom Handelskonflikt betroffen. Es steht zu erwarten, dass die Industrieproduktion in Deutschland abermals gefallen ist. Darauf verweist zumindest die schwache Entwicklung der Auftragseingänge. Es bleibt aber ebenfalls auch abzuwarten, ob sich die ersten Ansätze einer Stabilisierung der Stimmungsindikatoren für die Industrie auf der gesamteuropäischen Ebene auch in Deutschland allmählich bemerkbar machen.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 8. Juli</b>			
US Konsumentenkredite	Mai	15 Mrd. USD	17,5 Mrd. USD
<b>GE Industrieproduktion</b>	<b>Mai</b>	<b>0,3% M/M / -3,2% J/J</b>	<b>-1,9% / -1,8%</b>
GE Handelsbilanz	Mai		17,9 Mrd. EUR
GE Leistungsbilanz	Mai		22,6 Mrd. EUR
GE Exporte (in Mrd. EUR)	Mai	1,3 Mrd. EUR M/M	-3,4 Mrd. EUR / -0,2 Mrd. EUR
GE Importe (in Mrd. EUR)	Mai		-0,9 Mrd. EUR / 2,5 Mrd. EUR
<b>Dienstag, 9. Juli</b>			
IT Einzelhandelsumsätze	Mai		0% / 4,16%
CH Geldmenge M2	Juni	8,6% J/J	8,5%
<b>Mittwoch, 10. Juli</b>			
US Großhandelslagerbestände	Juni	0,4%	0,4%
FR Industrieproduktion	Mai	0,3% M/M / 1,7% J/J	0,4% / 1,1%
IT Industrieproduktion	Mai		-0,7% / 0,1%
CH Konsumentenpreise	Juni	% M/M / 2,7% J/J	0% / 2,7%
CH Erzeugerpreise	Juni	% M/M / 0,3% J/J	0,2% / 0,6%
<b>Donnerstag, 11. Juli</b>			
<b>US Initial Jobless Claims</b>	<b>Woche zum 06.07.2019</b>		<b>221 Tsd.</b>
<b>US Verbraucherpreisindex</b>	<b>Juni</b>	<b>0% M/M / 1,6% J/J</b>	<b>0,1% / 1,8%</b>
<b>US CPI Kernrate</b>	<b>Juni</b>	<b>0,2% M/M / 2% J/J /</b>	<b>0,1% / 2%</b>
GE Verbraucherpreisindex	Juli	0,3% M/M / 1,6% J/J	0,3% / 1,6%
FR Verbraucherpreisindex	Juli	0,2% M/M / 1,2% J/J	0,2% / 1,2%
<b>Freitag, 12. Juli</b>			
<b>US Erzeugerpreisindex</b>	<b>Juni</b>	<b>0,1% M/M</b>	<b>0,1% / 1,8%</b>
<b>US PPI Kernrate</b>	<b>Juni</b>	<b>0,2% M/M</b>	<b>0,2% / 2,3%</b>
EC Industrieproduktion	Mai	0,2% M/M / -1,6% J/J	-0,5% / -0,4%
CH Exporte	Juni	-0,6% J/J	1,1%
CH Importe	Juni	-4,6% J/J	-8,5%
CH Handelsbilanz	Juni	45,25 Mrd. USD	41,69 Mrd. USD

**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.