

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2999	-16,80
10Y US T-Notes	2,0	-0,08
DAX Index	12264,7	-0,36
Nikkei	21467	-177
Hang Seng	28765	294
Öl (Brent-Future)	63,0	-4,01
Gold-Future	1441	23,40
EUR / USD	1,124	0,00
EUR / GBP	0,897	0,00
EUR / JPY	120,96	-0,66

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Okt. 19	Jan. 20	Apr. 20	Jul. 20
Fed Funds	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25
3M-USD-Libor	2,30	2,33	2,41	2,59	2,72
2J Treasuries	1,78	1,73	1,78	1,95	2,13
5J Treasuries	1,79	1,78	1,84	2,02	2,20
10J Treasuries	2,04	1,95	2,01	2,18	2,35
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,38	-0,38	-0,43	-0,42	-0,41
2J Bundesanleihen	-0,77	-1,03	-1,08	-0,96	-0,83
5J Bundesanleihen	-0,66	-0,81	-0,83	-0,70	-0,57
10J Bundesanleihen	-0,33	-0,35	-0,37	-0,28	-0,09

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Okt. 19	Jan. 20	Apr. 20	Jul. 20
USD	1,12	1,13	1,13	1,11	1,09
CHF	1,10	1,12	1,12	1,10	1,08
GBP	0,90	0,88	0,88	0,87	0,87
NOK	9,62	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,52	10,00	9,90	9,80	9,70
AUD	1,59	1,55	1,53	1,49	1,45
NZD	1,66	1,66	1,66	1,61	1,56
CAD	1,47	1,45	1,46	1,43	1,40
JPY	121	129	130	129	126
Renminbi	7,73	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 Nach wie vor ist keine nachhaltigere Entspannung im Handelskonflikt in Sicht. Gestützt von den niedrigen Zinssätzen bleiben die Perspektiven rund um den Globus aber relativ robust, was vor allem am führenden US-Kapitalmarkt deutlich wird: Mit einer Volatilität von deutlich unter 15 Indexpunkten signalisiert dieses äußerst konjunktursensible Barometer solide wirtschaftliche Perspektiven zumindest in den USA. Nach wie vor bleibt die private Verschuldung im Rahmen und es ist trotz angespanntem Arbeitsmarkt keine Inflation in Sicht, im Gegenteil: Bei den mit am weitesten vorlaufenden Erzeugerpreisen ist seit dem Jahresbeginn ein klar disinflationärer Trend zu beobachten. In der Vergangenheit waren die Inflation und die private Verschuldung stets die Treiber des Abschwungs so dass nach unserer Einschätzung eine US-Rezession nach wie vor unwahrscheinlich ist, da die Fed den Spielraum hat, die Expansionsphase weiter zu stützen. Die Zuwächse am US-Arbeitsmarkt bleiben weiter hoch, bislang zeichnet sich hier noch keine Trendwende ab. Im Ergebnis wird das Wachstum in den USA allmählich langsamer, es bleibt aber solide.

Die weltweit schwächere Nachfrage vor allem aus Fernost für industrielle Produkte belastet die europäischen Exporte. Da der Anteil der Industrie an der gesamten Wertschöpfung in Deutschland deutlich größer ist als im übrigen Euroraum, ist vor allem die deutsche Wirtschaft als maßgeblicher regionaler Impulsgeber vom Handelskonflikt betroffen. Darüber hinaus beeinträchtigen die Probleme in der Automobilindustrie naturgemäß auch andere, zuliefernde Sektoren des verarbeitenden Gewerbes. Bislang gibt es auf der europäischen Ebene bei den klassischen Konjunkturindizes nur zaghafte Ansätze für eine Stabilisierung der Perspektiven in der Industrie. Auffällig ist aber weiterhin, dass sich einige Indikatoren für die globale Handelstätigkeit (Verschiedene Indices für die Container-Bewegungen weltweit, Baltic-Dry-Index) weiter gefestigt haben. Dies könnte darauf verweisen, dass sich die globale Wirtschaftstätigkeit trotz des Handelskonfliktes allmählich stabilisiert, was natürlich vor allem ein gutes Zeichen für die europäische Exportindustrie wäre. Die große Frage für die Perspektiven in Europa ist derzeit aber vor allem, in wie weit die Effekte aus dem industriellen Bereich auf den Dienstleistungssektor durchschlagen. Bis zuletzt hat sich der Dienstleistungssektor gegenüber der Schwäche in der Industrie recht immun gezeigt. Das liegt auch daran, dass der Anteil der Industrie über die gesamte Eurozone gesehen weiter rückläufig ist. Die Entwicklung im tertiären Sektor wurde bis zuletzt durch einen ungebrochenen Beschäftigungsaufbau, spürbare Lohnzuwächse und steigende Konsumausgaben gestützt. Wir erwarten, dass diese die Expan-



sion tragenden Prozesse robust bleiben – fußen sie auch maßgeblich auf einer historisch beispiellosen monetären Expansion, die Bestand haben wird.

Die jüngsten Wachstumsdaten aus Asien wiesen mit einem jährlichen Zuwachs der chinesischen Volkswirtschaft von nur noch 6,2 Prozent eine Verlangsamung auf. Im ersten Quartal des Jahres hatte das Wachstum noch bei 6,4 Prozent gelegen. Hintergrund ist auch hier der Handelsstreit, wo die höheren Zölle die chinesische Exportwirtschaft belasten. Wir gehen aber weiterhin davon aus, dass die chinesische Regierung jederzeit in der Lage ist, einer weiteren Abschwächung entgegenzuwirken. So hatte die kommunistische Führung zuletzt Steuersenkungen in Höhe von fast zwei Billionen Yuan (rund 258 Milliarden Euro) verkündet. Darüber hinaus wurde eine Vielzahl von expansiven Anreizen im Finanzsystem gesetzt. Trotz der hohen Verschuldung in absoluten Größen rangiert das Land mit Blick auf die gesamte Verschuldung von Staat, privaten Haushalten und Unternehmen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) mit rund dem 2,5-fachen der jährlichen Wertschöpfung auf dem Niveau des Gros der Industrienationen. In Relation zum Wachstumspotential des Landes kann die chinesische KP damit auf einen wesentlich größeren fiskalischen Spielraum zurückgreifen. In vielen Datensätzen zur konjunkturellen Entwicklung war zuletzt wieder eine spürbar höhere Dynamik erkennbar (Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätze und Infrastrukturinvestitionen). Sollte sich der Trend zur Normalisierung des globalen Handels materialisieren, wäre dies natürlich auch eine gute Indikation für die Exportindustrien des asiatisch-pazifischen Raumes.

Zinssätze Die EZB bereitet weiterhin den Boden für expansive Maßnahmen. Diverse Ratsmitglieder darunter insbesondere der neue EZB-Chefvolkswirt Lane betonten die Handlungsfähigkeit der Bank. Demnach schaffe eine Phase negativer Zinssätze die Voraussetzung für eine Normalisierung der Geldpolitik in der Zukunft, wenn sich die Inflationserwartungen wieder gefestigt hätten. In der Tat sind die Inflationserwartungen weit von der Zielgröße der Notenbank entfernt: Sowohl für 2019 als auch für 2020 bewegen sich die Inflationserwartungen weit unter der intendierten Zielgröße um 2 %, was der EZB mehr und mehr Sorge bereitet. Insbesondere bei den aus marktgehandelten Instrumenten abgeleiteten Inflationserwartungen, war zuletzt ein besonders starker Einbruch festzustellen.

Der weitere Fortgang der Geldpolitik wird auch maßgeblich davon bestimmt werden, welche Entwicklung diesbezüglich weiter zu verzeichnen sein wird: Vor dem Hintergrund des Handelskonfliktes hat der Rückgang der längerfristigen Inflationserwartungen zu einem Gutteil zyklischen – also temporären – Charakter. Vieles verweist aber auch darauf, dass die langjährige Stagnationsphase in der Folge der Lehman-Krise in Kombination mit den strukturellen Problemen der Währungsunion zu einer möglicherweise systematischen Verschiebung des Pfades der Inflationserwartungen geführt hat. In Europa zeichnet sich insbesondere im Umfeld des Handelskonfliktes immer deutlicher ab, dass die gesamtwirtschaftliche Dynamik auch auf Dauer nicht ausreichen wird, um die Zielgrößen bei der Inflation zu erreichen. Wir erwarten daher weitere expansive Maßnahmen auf der kommenden Sitzung der EZB in der nächsten Woche etwa in Form einer weiteren Senkung des Einlagesatzes. Zudem 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. Jenseits der Beschlüsse zu den Einlagesätzen dürften mit Blick auf den abnehmenden Grenznutzen sinkender Leitzinssätze zumindest perspektivisch Nettoanleihekäufe wieder in den Fokus rücken.

Auch die US-Notenbank scheint sich immer stärker auf den Weg zu einer Zinssenkung zu begeben. Nachdem bereits aus jüngsten Protokoll herauszulesen war, dass das FOMC mehr und mehr zu einer solchen neigt, ließen die jüngsten Äußerungen von Fed-Chef Powell darauf schließen, dass die Fed ihre Leitzinsen bereits auf der kommenden Sitzung zum Monatsende senken wird. Hintergrund sind die Abwärtsrisiken aus dem Handelskonflikt, der mehr und mehr auch in der US-amerikanischen Industrie spürbar wurde. Für den Kurswechsel der US-Notenbank ist aber auch die Inflationsentwicklung ursächlich, die trotz hohen Auslastungsgrades der Wirtschaft unterhalb der intendierten Norm um 2 % verblieb. Wir sind aber weiterhin der Meinung, dass hier ein gerütteltes Maß an globalem deflationärem Druck eine Rolle spielt. Blickt man auf die marktgehandelten mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen liegen diese nach den hauseigenen Zeitreihen der Fed nahe 2 %. Dies stützt unsere Auffassung, dass die Fed hier einen Versicherungsschritt nach unten unternimmt – geschuldet maßgeblich ihrer Rolle als Anker des Weltfinanzsystems.

Insgesamt belassen wir unsere Schätzungen auf den bisherigen Niveaus, nachdem wir diese zuletzt auf -10 Basispunkte auf Jahressicht gesenkt hatten. Die Konsensus-Schätzungen sind analog zu unserer Einschätzung in den letzten zwei Wochen von +0,18 % auf nunmehr -0,02 % gesunken. Die Tendenz der zinsbestimmenden Kräfte ist also zumindest in Europa weiterhin spürbar abwärts gerichtet.

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, dies 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 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 polit-ökonomischen 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.

Die kommende Daten-Woche

Die nächste Woche bringt vor allem für den Ausblick in Europa wichtige Datenveröffentlichungen: Neben den gesamteuropäischen Indices für die Industrie und den Dienstleistungssektor werden die Ifo-Daten veröffentlicht. Wir rechnen wie ausgeführt mit ersten Stabilisierungstendenzen auch für das deutsche verarbeitende Gewerbe. So dürfte vor allem der Ifo-Gesamtindikator zumindest nicht weiter gefallen sein. Darüber hinaus erwarten wir, dass die Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum im Juli ungefähr auf dem Niveau des Vormonats lagen. Dagegen wird sich der Dienstleistungssektor aufgrund der negativen Zinsvorgaben der EZB wohl weiterhin von der Talfahrt in der Industrie separieren können. Einen Blick wert ist sicherlich auch der belgische Frühindikator, der aufgrund seiner hohen Informationsqualität für die europäische Konjunktur besondere Beachtung verdient. Das Highlight in Europa ist aber sicherlich der Zinsentscheid der EZB, wo wir wie ausgeführt mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung rechnen. In den USA dürften die BIP-Daten eine erhebliche Wachstumsabkühlung beinhalten, dabei sind aufgrund des starken Vorquartals aber auch die Basiseffekte der aufs Jahr hochgerechneten Wachstumszahlen zu berücksichtigen. Darüber hinaus gilt der Blick in den USA weiterhin der Dynamik am Arbeitsmarkt, wo die wöchentlichen Neuanträge vermutlich von einem Fortgang des soliden Stellenzuwachses zeugen werden.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert	
Montag, 22. Juli				
keine Datenveröffentlichungen				
Dienstag, 23. Juli				
US	Verkäufe bestehender Häuser	Juni	5,35 Mio.	5,34 Mio.
EC	Verbrauchervertrauensindex	Juli	-7	-7
Mittwoch, 24. Juli				
US	Verkäufe neuer Häuser	Juni	659 Tsd.	626 Tsd.
FR	Geschäftsklimaindex	Juli		102,2
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Juli		51,9
FR	Markit PMI Dienstleistungen	Juli		52,9
BE	Geschäftsklimaindex	Juli		-4,9
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	Juli	45,2	45,0
GE	Markit PMI Dienstleistungen	Juli	55,3	55,8
GE	Importpreisindex	Juni		-0,1% / -0,2%
EC	M3-Geldmengenwachstum	Juni		4,8% / 4,7%
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Juli	47,8	47,6
EC	Markit PMI Dienstleistungen	Juli	53,3	53,6
Donnerstag, 25. Juli				
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 20.07.2019		216 Tsd.
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	Juni	0,8%	-1,3%
US	- ex Transportation	Juni	0,2%	0,4%
US	Großhandelslagerbestände	Juni		0,4%
GE	ifo Geschäftsklimaindex (Lagebeurteilung / E	Juli	97,5 (100,7 / 94,3)	97,4 (100,8 / 94,2)
EC	EZB-Zinsentscheidung	Juli	0,00%	0,00%
Freitag, 26. Juli				
US	US-BIP	1. Quartal	1,8%	3,1%
US	Privater Konsum	1. Quartal	4,0%	0,9%
US	BIP-Deflator	1. Quartal	1,8%	0,9%
IT	Geschäftsklimaindex	Juli	100,5	100,8
IT	Verbrauchervertrauensindex	Juli	109,5	109,6
FR	Erzeugerpreisindex	Juni		-0,4% / 0,8%
FR	Verbrauchervertrauensindex	Juli		101

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.