

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2940	-84,70
10Y US T-Notes	1,9	-0,21
DAX Index	11954,3	-465,6
Nikkei	21087	-571
Hang Seng	26919	-1.479
Öl (Brent-Future)	61,8	-1,63
Gold-Future	1448	16,40
EUR / USD	1,110	0,00
EUR / GBP	0,915	0,02
EUR / JPY	118,71	-2,24

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Nov. 19	Feb. 20	Mai. 20	Aug. 20
Fed Funds	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
3M-USD-Libor	2,27	2,27	2,34	2,47	2,58
2J Treasuries	1,71	1,59	1,59	1,73	1,87
5J Treasuries	1,65	1,64	1,65	1,79	1,93
10J Treasuries	1,85	1,80	1,82	1,95	2,09
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	-0,79	-1,07	-1,07	-0,98	-0,89
5J Bundesanleihen	-0,74	-0,87	-0,84	-0,74	-0,65
10J Bundesanleihen	-0,49	-0,45	-0,42	-0,36	-0,20

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Nov. 19	Feb. 20	Mai. 20	Aug. 20
USD	1,11	1,13	1,13	1,11	1,09
CHF	1,09	1,12	1,12	1,10	1,08
GBP	0,92	0,88	0,88	0,87	0,87
NOK	9,90	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,73	10,00	9,90	9,80	9,70
AUD	1,63	1,55	1,53	1,49	1,45
NZD	1,70	1,66	1,66	1,61	1,56
CAD	1,47	1,45	1,46	1,43	1,40
JPY	119	122	124	127	124
Renminbi	7,70	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** Geht es nach der jüngsten Einschätzung der Fed ist die immer wieder grassierende Furcht vor einer US-Rezession auch weiterhin nicht angebracht: Nach den Projektionen auch der Stäbe der Fed bleibt die Expansion in den USA robust. Die Notenbank zollt den internationalen Risiken zwar Tribut indem sie einen „Versicherungsschritt“ nach unten unternimmt, eine Serie von Zinssenkungen plant sie hingegen nicht, was nach unserem Dafürhalten den Rückschluss auf die Robustheit des US-Zyklus zulässt. Vor allem der US-Konsum bleibt die Stütze des Aufschwungs. Dies vor allem vor dem Hintergrund eines bis zuletzt weiter lebhaften Stellenzuwachses, dessen Kaufkraftzuwächse natürlich auch dem privaten Konsum zugutekommen. Besonders erfreulich ist dabei, dass der anhaltend hohe Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt dafür sorgt, dass mehr und mehr Arbeitnehmer den Weg zurück in die Beschäftigung finden: Der höhere Anteil der arbeitenden Bevölkerung sorgt für einen Anstieg des Potentialpfades, was wiederum eine umso längere Expansionsphase ermöglicht. Das Wachstumstempo wird zwar weiter abnehmen. Es lag aber mit zuletzt annualisierten 2,1 % immer noch auf einem ansprechendem Niveau. Wir sehen uns durch die Äußerungen der Fed bestätigt, dass noch kein Ende des US-Aufschwungs in Sicht ist und das global niedrigere Preisniveau in Kombination mit dem expansiveren Kurs der Fed möglicherweise sogar einen umso längeren US-Aufschwung bzw. eine umso längere Expansionsphase ermöglicht.

Die jüngste Eskalation im Handelsstreit dürfte allerdings abermals zur Belastung der Perspektiven weltweit führen: US-Präsident Trump gab gestern via Twitter bekannt, dass beginnend mit dem 1. September zusätzliche Zölle von 10 % auch auf die bislang noch ausgenommenen Warengruppen erhoben würden. Das betreffende Volumen wurde auf bis zu 300 Mrd Dollar beziffert. Diese abermalige Eskalation seitens der US-Administration belegt, dass die Handelsgespräche derzeit nachhaltig ins Stocken geraten sind und zumindest bislang keine tragfähigen Lösungen erkennbar sind. Damit bestätigt sich der Eindruck, dass auch der zugrunde liegende Machtkonflikt eine alsbaldige Lösung erschwert. Die Meldungen lösten rund um den Globus eine heftige Marktreaktion aus, die die bis zuletzt vorherrschende positive Grundstimmung an den Kapitalmärkten weltweit spürbar beeinträchtigte. Im Ergebnis könnte dies perspektivisch bewirken, dass diese Entwicklung den Ausschlag für weitere Maßnahmen auch der US-Notenbanken nach sich zieht. Es ist aus unserer Sicht aber noch zu früh, um hier zu einem abschließenden Urteil zu gelangen.



Die abermals zunehmenden globalen Spannungen dürften vor allem auch in Europa eine weitere Belastung der konjunkturellen Dynamik bewirken. Nach wie vor sorgen der historisch einzigartige monetäre Stimulus sowie der unverändert bestehende Nachholbedarf beim Konsum zwar für eine Absicherung. Die bis zuletzt vorherrschende Abwärtsdynamik in der Industrie vor allem in Deutschland erhöht aber die Gefahr, dass das insgesamt noch einigermaßen solide Bild weiter erodiert. So ging das für das Euroland aggregierte Sentiment im Juli abermals spürbar zurück. Zwar befindet sich das Barometer noch im Normalbereich, die Abwärtsdynamik birgt aber sicherlich Risiken. Die Komponenten verweisen einmal mehr auf den anhaltenden Verfall der Stimmung in der Industrie. In der Summe dürfte eine Belebung der konjunkturellen Dynamik im dritten Quartal unwahrscheinlicher werden. Insofern erhöht sich abermals der Druck auf die EZB, den monetären Stimulus weiter zu erhöhen.

**Zinssätze** Der jüngste Zinsentscheid der Fed bestätigte im Kern die Markterwartungen: So haben die obersten US-Währungshüter das Leitzinsintervall um 25 Basispunkte auf nunmehr 2,00 % bis 2,25 % gesenkt. Darüber hinaus wurde auch das Ende der Bilanzreduzierung vorgezogen. Die Fed setzt weiterhin auf das Argumentationsmuster, dass die Notenbank die Zinsen möglicherweise zu stark angehoben bzw. den Inflationsdruck überschätzt habe. Diesbezüglich hatte Fed-Chef Powell im Vorfeld des Zinsentscheids verlauten lassen, dass die sog. NAIRU - also die Arbeitslosenquote, die mit Preisniveaustabilität kompatibel ist - möglicherweise deutlich niedriger sei als von der Fed lange Zeit angenommen. Diese Debatte währt nun unter der Überschrift der Verschiebung der sog. Philipps-Kurve allerdings schon geraume Zeit. Aus der fundamentalen Perspektive übersehen die meisten Argumentationsmuster u.E. den Umstand, dass es der Handelskonflikt war, der den Zinsabstieg in den USA bewirkte. Bekanntermaßen bildet die Entwicklung der Kapitalmarktinzinsen auch die Markterwartungen über den weiteren Notenbankpfad ab. Im Saldo spricht zumindest der zeitliche Abfolge dafür, dass die Fed primär auf die globalen Wirkungen des Handelskonfliktes reagiert und nicht auf neue Erkenntnisse bezüglich der Verschiebung der Philipps-Kurve.

Analog zu unserer Einschätzung zur unterliegenden Stärke der US-Wirtschaft bzw. zur Phase im Konjunkturzyklus wertete Fed-Chef Powell die Zinssenkung demgemäß als "Mid-cycle Adjustment" und nicht als Beginn eines anhaltenden Zinssenkungszyklus, wie er in der Pressekonferenz betonte. Dies stützt unsere Auffassung, dass die Fed hier eine Maßnahme durchführt, die maßgeblich ihrer Rolle als Anker des Weltfinanzsystems geschuldet ist. Wir gehen im Ergebnis davon aus, dass der weitere Pfad der Fed auch maßgeblich vom Verlauf des Handelskonfliktes geprägt wird: Insofern ist mit der jüngsten Eskalation der Auseinandersetzungen um die Neuordnung der internationalen Handelsordnung auch die Wahrscheinlichkeit für weitere Maßnahmen gestiegen, auch wenn dies nicht der binnenwirtschaftlichen Entwicklung geschuldet ist.

Bei ihrem jüngsten Zinsentscheid hat die EZB entgegen vielfach gehegter Erwartungen ihre Geldpolitik noch nicht verändert. EZB-Chef Draghi machte aber eindringlich klar, dass die europäische Notenbank eine umfangreiche Lockerung vorbereitet: Was der EZB nach wie vor mit die größte Sorge bereitet, ist vor allem die Entwicklung der Inflationserwartungen. In der Pressekonferenz hob Draghi aber auch die sich kontinuierlich eintrübenden Perspektiven für die Eurozone hervor. Im Ergebnis hat die Bank nunmehr Arbeitsgruppen eingerichtet, die die zur Verfügung stehenden Möglichkeiten für einen abermals spürbar expansiveren geldpolitischen Kurs prüfen sollen. Hierbei geht es vor allem um Änderungen an der Forward Guidance, Maßnahmen zum Schutz des Bankensystems im Rahmen eines noch tieferen Einlagensatzes, sowie abermalige Nettozukaufe von Wertpapieren. Im Ergebnis steht zu erwarten, dass die EZB bei ihrer nächsten Ratssitzung am 12. September alle Register ziehen wird: Wir gehen von einer Senkung des Einlagensatzes in Kombination mit der Einführung eines Staffelszinssystems aus. Darüber hinaus erwarten wir zumindest perspektivisch auch eine Wiederaufnahme der Nettokäufe von Anleihen.

Die abermalige Eintrübung der globalen Perspektiven erhöht die Wahrscheinlichkeit für einen zusätzlichen Schritt der Fed im September – auch wenn dieser noch nicht ausgemacht ist. Wir senken unsere Projektion für die US-Renditen daher abermals auf nunmehr 2,1 % (Bloomberg-Konsensus: 2,26 %) aufgrund der veränderten Wahrscheinlichkeitsverteilung für den weiteren US-Leitzinspfad. Unsere Schätzungen für die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen ermäßigen wir aufgrund der anhaltenden Eintrübung der Perspektiven für Europa ebenfalls um weitere 10 Basispunkte auf nunmehr -0,2 % (Bloomberg-Konsensus: -0,02 %) für die 10-jährigen Staatsanleihen auf Sicht der nächsten 12 Monate.

### Credit Spreads

Die Corporate Spreads haben sich zuletzt wieder etwas erhöht. Gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe notierten sie zuletzt bei knapp 54 Basispunkten, was auf den schwächeren Wachstumsausblick auch für Europa zurückgehen dürfte. Wir gehen aber weiterhin davon aus, dass die Risikoprämien in Europa vor dem Hintergrund der Kombination eines zumindest robusten Konjunkturverlaufs und einer historisch beispiellosen monetären Expansion weiter sinken werden. Nach einer volatileren Seitwärtsentwicklung dürfte der Generaltrend in Richtung eines Spreads von 40 Basispunkten wieder aufgenommen werden.

### Devisenmärkte

Nach dem Zinsentscheid der US-Notenbank machte der US-Dollar einen regelrechten Satz auf Kurse um EURUSD 1,10, notierte nach dem Tweet von US-Präsident Trump zum Handelskonflikt zuletzt aber wieder bei Kursen um 1,1090. Hinter der Marktreaktion steht unseres Erachtens der Umstand, dass den Märkten allmählich transparenter wird, dass es sich bei dem Fed-Entscheid in der Tat um eine „mid-cycle“ Maßnahme handelt und nicht in den Einstieg einer längeren Abwärtsbewegung, auch wenn der Handelskonflikt eine weitere Versicherungsmaßnahme der Fed erzwingen könnte. Nicht vergessen werden sollte, dass der unterliegende Preistrend in den USA durch die außenwirtschaftlich bedingten disinflationären Impulse verzerrt sein könnte. Mit Werten um 1,8 % bewegt sich dieser Wert nach den hauseigenen Datensätzen der US-Notenbank hinreichend nahe am Zielkorridor der Notenbank: Damit könnte sich die Tragfähigkeit der These von der zu restriktiven Geldpolitik in den USA relativ rasch zumindest wieder spürbar vermindern. Demgegenüber hat die EZB ein strukturelles Problem, aus unserer Sicht wird der Trend zu einer stärkeren Aufspreizung der transatlantischen Zinsdifferenz Bestand haben. 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 vorgeschrittenen 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. Sollte sich unsere Interpretation der unterschiedlichen Notenbankpfade bewahrheiten, könnte der US-Dollar noch über die letztgenannte Marke hinaus aufwerten.

### Jüngste Prognoseanpassungen

#### Die kommende Daten-Woche

Die nächste Woche steht vor allem im Zeichen der Frage, wie sich die Lage in der deutschen Industrie weiter entwickelt. Vor dem Hintergrund der weiter rückläufigen Indikation seitens der Ifo-Indices besteht kaum Anlass zum Optimismus. Wir erwarten, dass die Auftragsgänge im Juni gegenüber dem Vormonat voraussichtlich weiter gefallen sein könnten, allerdings verweist die Entwicklung der Jahresveränderungsrate in Relation zum Verlauf der Ifo-Indices darauf, dass hier allmählich eine Bodenbildung stattfinden sollte. Hinsichtlich der Produktion rechnen wir nach dem leichten Zuwachs im Mai mit einer Gegenbewegung, da der Generaltrend weiter abwärts gerichtet ist. Der Vorlauf der Ifo-Indices verweist in der Summe darauf, dass die Produktion vermutlich nicht vor dem vierten Quartal wieder anziehen wird. Demgegenüber steht zu erwarten, dass sich die Markt-Indices für den europäischen Dienstleistungssektor in der Tat wie vom Konsensus erwartet weiter robust entwickeln konnten. Aus unserer Sicht wichtige Datenpunkte sind darüber hinaus die Caixin-PMI's zur Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe in China. In den USA stehen für uns die Neuanträge auf Arbeitslosenunterstützung sowie der nationale ISM-Indikator für den Dienstleistungsbereich im Zentrum des Interesses. Beide Indices sollten die robuste Verfassung der US-Konjunktur im Rahmen einer Seitwärtsentwicklung widerspiegeln.

**Der nächste Fokus Volkswirtschaft erscheint nach der Sommerpause am 30. August 2019.**

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 5. August</b>			
CH Caixin PMI Dienstleistungsgewerbe	Juli	52,0	52,0
CH Caixin PMI	Juli		50,6
EC Markit PMI Dienstleistungen	August	53,3	53,3
GE Markit PMI Dienstleistungen	August	55,4	55,4
FR Markit PMI Dienstleistungen	August	52,2	52,2
IT Markit/ADACI PMI Dienstleistungen	Juli	50,6	50,5
US ISM-Index Dienstleistungen	Juli	55,5	55,1
<b>Dienstag, 6. August</b>			
GE Auftragseingänge Industrie	Juni	0,2% M/M / -5,5% J/J	-2,2% / -8,6%
<b>Mittwoch, 7. August</b>			
CH Währungsreserven	Juli	3110,8 Mrd. USD	3119,2 Mrd. USD
GE Industrieproduktion	Juni	-0,9% M/M / -3,9% J/J	0,3% / -3,7%
FR Handelsbilanz	Juni		-3,27 Mrd. EUR
US Konsumentenkredite	Juni	17 Mrd. USD	17,1 Mrd. USD
<b>Donnerstag, 8. August</b>			
CH Exporte	Juli	-0,2% J/J	-1,3%
CH Importe	Juli	-8,8% J/J	-7,3%
CH Handelsbilanz	Juli	44,23 Mrd. USD	50,98 Mrd. USD
US Initial Jobless Claims	Woche zum 03.08.2019		215 Tsd.
US Großhandelslagerbestände	Juli	0,2%	0,2%
<b>Freitag, 9. August</b>			
CH Konsumentenpreise	Juli	2,7% J/J	-0,1% / 2,7%
CH Erzeugerpreise	Juli	0% J/J	-0,3% / 0%
CH Geldmenge M2	Juli	8,4% J/J	8,5%
FR Industrieproduktion	Juni	-1,9% M/M / 1% J/J	2,1% / 4%
GE Handelsbilanz	Juni		20,6 Mrd. EUR
GE Leistungsbilanz	Juni		16,5 Mrd. EUR
GE Exporte	Juni	0,9% M/M	1,1%
GE Importe	Juni	0,3% M/M	-0,5%
IT Handelsbilanz	Juni		5347,28 Mio. EUR
US Erzeugerpreisindex	Juli	0,2% M/M / 1,7% J/J	0,1% / 1,7%
US PPI Kernrate	Juli	0,2% M/M / 2,4% J/J	0,3% / 2,3%

**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.