

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2942	90,70
10Y US T-Notes	1,5	-0,02
DAX Index	11965,0	353,5
Nikkei	20704	-7
Hang Seng	25725	-455
Öl (Brent-Future)	60,8	1,86
Gold-Future	1535	-2,10
EUR / USD	1,104	-0,01
EUR / GBP	0,906	0,00
EUR / JPY	117,38	-0,11

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
Fed Funds	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
3M-USD-Libor	2,12	2,09	2,17	2,34	2,47
2J Treasuries	1,54	1,40	1,32	1,49	1,66
5J Treasuries	1,42	1,45	1,39	1,56	1,72
10J Treasuries	1,52	1,61	1,55	1,72	1,88
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,43	-0,38	-0,43	-0,42	-0,41
2J Bundesanleihen	-0,92	-1,28	-1,32	-1,15	-0,97
5J Bundesanleihen	-0,91	-1,11	-1,13	-0,94	-0,75
10J Bundesanleihen	-0,70	-0,71	-0,73	-0,68	-0,32

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
USD	1,10	1,13	1,13	1,11	1,09
CHF	1,09	1,12	1,12	1,10	1,08
GBP	0,91	0,88	0,88	0,87	0,87
NOK	10,04	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,84	10,00	9,90	9,80	9,70
AUD	1,64	1,55	1,53	1,49	1,45
NZD	1,75	1,66	1,66	1,61	1,56
CAD	1,47	1,45	1,46	1,43	1,40
JPY	117	122	124	127	124
Renminbi	7,89	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 Die Perspektiven für die Weltwirtschaft werden mehr und mehr zu einer unmittelbaren Funktion des Fortgangs des Handelskonfliktes: Mehr und mehr verlieren sich die bisherigen Konturen der globalen wirtschaftlichen Grundkonstellation im Konflikt um die Neuordnung des internationalen Handelssystems. Die jüngste Eskalation im Handelsstreit hat hier den globalen Ausblick abermals eingetrübt. Nachdem Peking zusätzliche Zölle auf US-Waren angekündigt hatte, schien die Marktreaktion zunächst verhalten. Als US-Präsident Trump dann aber twitterte, US-Unternehmen den Rückzug aus China zu empfehlen, nahm vor allem die marktimplizite Zuversicht Schaden. So legte der VIX-Index auf Werte von über 20 Indexzählern zu und beendete damit seinen vorherigen Abwärtstrend. Ob der jüngste Verzicht der Chinesen auf Gegenmaßnahmen, der das Sentiment zuletzt wieder stützte, die Wende zum Besseren bringt, bleibt abzuwarten. Vorbehaltlich einer Einigung bleibt die wirtschaftliche Dynamik rund um den Globus zumindest b.a.w. weiter abwärts gerichtet, da mehr und mehr Zölle greifen. Selten zuvor hat die weitere wirtschaftliche Entwicklung der Weltwirtschaft insgesamt von so wenigen Akteuren bzw. einzelnen Personen abgehängt. Damit erreicht die Unsicherheit über den weiteren konjunkturellen Fortgang weltweit ein neues Maximum.

Die Projektionen für die Reaktionen der Notenbank weltweit sind dementsprechend weiter abwärts gerichtet. Was in den letzten Tagen und Wochen aufgeflogen ist, ist vor allem, dass die marktimpliziten Inflationserwartungen nunmehr auch in den USA weiter spürbar gesunken sind, nachdem sie sich lange Zeit robust bei Werten knapp unter dem Inflationsziel der Fed um 2,0 % gehalten hatten. Dies geht nach unserer Einschätzung auch darauf zurück, dass sich die Preisimpulse auf den vorgelagerten Produktionsstufen der Erzeugerpreise derzeit stark rückläufig entwickeln. Vor allem in den USA sind hier auch die Importpreise sehr stark rückläufig, was auf sinkende Rohstoffpreise in Kombination mit einem aufwertenden Dollarkurs zurückgeht. Die Märkte stellen sich derzeit offenkundig auf eine längere Phase geringeren Wachstums ein. Vor diesem Hintergrund dürfte es für die Fed immer schwerer werden, dem politischen Druck aus dem Weißen Haus zu widerstehen, auch wenn die harten Daten zum Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt eigentlich auf weiterhin latente Gefahren hinsichtlich möglicherweise aufkommenden Preisdrucks verweisen. Vor allem die US-Notenbank verfügt noch über expansive Spielräume, die für Gegenmaßnahmen zur globalen Schwächephase genutzt werden könnten. Wir gehen unterdessen weiterhin von einer robusten Verfassung der US-

Konjunktur aus: Dabei halten wir an unserer These fest, dass der massive Zinsrückgang den Aufschwung der globalen Leitökonomie erheblich stützt, wenn nicht gar spürbar verlängert.

Auch im asiatisch-pazifischen Raum haben sich die Perspektiven weiter eingetrübt. Die chinesische Wirtschaft hat zuletzt wieder an Dynamik verloren, nachdem die expansiven Maßnahmen zur Abfederung der dämpfenden Wirkungen des Handelskonfliktes die Summe der Frühindikatoren im Frühjahr spürbar beflügelte hatte. Wir gehen auch weiterhin davon aus, dass die chinesische Führung über das weltweit wohl größte Arsenal (gemessen relativ zum BIP) an Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur verfügt. Während die Leistungsfähigkeit der US-Wirtschaft ja gerade auf einem offenen wirtschaftlichen System beruht, das einem Rückfall in eine Planwirtschaft eine natürliche Grenze zieht, dürfte es den Chinesen leichter fallen, systemkonforme Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Zuletzt sind allerdings Zweifel aufgekommen, dass Peking das nächste „Großpaket“ zur Stabilisierung der Konjunktur zündet. Ein Grund hierfür ist das Bemühen der KP-Führung, den starken Anstieg der Verschuldung der Unternehmen zu begrenzen. Der Hauptgrund dürfte aber wohl sein, dass China sich auf eine längere Auseinandersetzung vorbereitet und sein „Pulver“ zumindest zunächst trocken halten will. Im Ergebnis dürfte der Wachstumstrend in China daher geringer ausfallen als bislang angenommen, die chinesische Regierung kann und wird aber einen stärkeren Einbruch verhindern.

Wir sehen nach wie vor die europäische Region als die wirtschaftlich am verwundbarste an. Im ersten Quartal des laufenden Jahres waren die Volkswirtschaften der Eurozone noch mit annualisiert 1,6 % gewachsen, im zweiten Quartal nahm das BIP nur noch mit 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zu. Auf dem aktuellen Stand der Frühindikatoren könnte dieses Wachstumstempo für die nächste Quartale repräsentativ sein – derzeit sehen wir ein annualisiertes Wachstumstempo um 0,8 % als am wahrscheinlichsten an. Darüber hinaus ist das Risiko eines harten Brexits mit den Plänen der Umgehung des britischen Parlaments seitens Premiers Johnson deutlich gestiegen. Im Ergebnis ist der Euroraum stärker als alle anderen Regionen vom Handelskonflikt abhängig, vor dem Hintergrund auch der Aussicht auf eine Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik der EZB gehen wir aber auch nicht davon aus, dass es zu einem sich selbst verstärkenden Abschwung in die Rezession kommt.

Zinssätze Die jüngsten Ausführungen von Fed-Chef Powell beleuchten den enormen Druck, unter dem die US-Notenbank derzeit steht: Selten zuvor war die Divergenz zwischen binnenwirtschaftlicher und außenwirtschaftlicher Indikation für die US-Geldpolitik so stark ausgeprägt. So stellte Powell nicht die aggressive Lockerung in Aussicht, die von der Politik gefordert und von den Märkten erwartet wird. Zwar hatte der Fed-Chef auf die vielen Risiken für die Weltwirtschaft und auch für die US-Wirtschaft verwiesen. Gleichwohl betonte er, dass der Ausblick für die Inflation und das Wachstum von den Zielen der Fed nicht sehr weit entfernt sei. In der Tat liegt der Kernpreistrend in den USA je nach Messkonzept zwischen 1,6 % und 2,2 % p.a. – und dies bei Rekordbeschäftigung. Was sollte bzw. wird die Fed also tun? Sie wird sich weiter vorantasten. Vor dem Hintergrund des Rückgangs der marktimpliziten Inflationserwartungen auch in den USA gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank auf der kommenden Sitzung abermals die Zinssätze um 25 Basispunkte zurücknimmt. Sollte sich das globale Umfeld wie derzeit weiter eintrüben, dürfte ein weiterer Schritt dann immer wahrscheinlicher werden.

Blickt man auf die Äußerungen und Indikation aus dem Umfeld der EZB scheinen diese im Vorfeld zur nächsten Sitzung im September noch recht heterogen. Blickt man hingegen auf den Trend der letzten Jahre ist die Geldpolitik der EZB immer expansiver geworden, wie eine Vielzahl von Studien zur Veränderung der geldpolitischen Reaktionsfunktion der EZB belegen. Dies geht – wie an dieser Stelle bereits öfter ausgeführt – nach unserer Einschätzung auch maßgeblich auf die Fehlfunktion der Währungsunion zurück, die das Wachstum systematisch dämpft. Die Tolerierung dieser Mängel ist eine politische Entscheidung, die auch von der deutschen Politik getragen wird. Erst recht unter Führung von Christine Lagarde dürfte sich dieser Kurs fortsetzen, wenn nicht noch intensivieren. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die EZB auf der kommenden Sitzung im September eine abermals spürbare Lockerung vornehmen wird. Dabei kommen grundsätzlich eine Vielzahl von Möglichkeiten in Betracht, die von einer Senkung des Einlagezinses von -0,4 % auf -0,6 %, ergänzt durch die Einführung eines Staffelnzinses, sowie eine Wiederaufnahme der Nettoanleihenkäufe reichen. Mit Blick auf die vorgenannten Entwicklungen senken wir unsere Prognose auf Werte um -0,3 % (Bloomberg-Konsensus: -0,32) auf Jahressicht. Wir senken unsere Projektion für die US-Renditen vor dem Hintergrund eines weiterhin ungelösten Handelskonfliktes und weiterhin großen geopolitischen Risiken in Verbindung mit dem spürbaren Rückgang der

mittelfristigen marktimpliziten Inflationserwartungen abermals auf nunmehr 1,9 % (Bloomberg-Konsensus: 2,14 %).

Credit Spreads Die Corporate Spreads sind - gemessen am 5-jährigen Markit-iTraxx-Europe - wie von uns erwartet weiter in Richtung 40 Basispunkte gesunken. Vor dem Hintergrund der abermals expansiveren Geldpolitik und der geschilderten Verschiebung der politökonomischen Rahmenbedingungen dürfte sich diese Entwicklung fortsetzen, nächste Zielgröße dürfte zunächst 40 Basispunkte sein.

Devisenmärkte Mit Blick auf Kursniveaus um EURUSD 1,10 sehen wir uns in unseren Argumentationslinien bezüglich der weiteren Entwicklung auf den internationalen Devisenmärkten bestätigt: Die Eurozone hat ein strukturelles Problem, das nur durch einen Kurswechsel in der (deutschen) Europapolitik zu beheben wäre. Da ein solcher nicht in Sicht ist, wird der Euro weiter abwerten, nicht zuletzt auch weil der EZB die geldpolitische Munition ausgeht, so dass vom Wechselkurs zusätzliche Impulse ausgehen müssen. 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 Daten aus China zum Caixin-Index dürften eine marginale Eintrübung aufweisen, das Pendant für den Dienstleistungssektor dürfte leicht angezogen haben und mit 51,7 Indexpunkten auf eine doch insgesamt robuste Verfassung verweisen. Die nächste Woche steht dann aber vor allem im Zeichen der Daten zum US-Arbeitsmarkt. Nach wie vor verweisen die Zahlen für die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe auf eine robuste Entwicklung der monatlichen Zuwächse bei den Stellen. Wir erwarten daher ein Stellenplus um 170.000 Einheiten. Das monatliche Lohnplus dürfte mit Zuwächsen um 0,3 % weiter von einem Strukturbruch am US-Arbeitsmarkt zeugen: Eigentlich würde der Auslastungsgrad in den USA auf Zuwächse um 0,5 % verweisen. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass der ISM-Einkaufsmanagerindizes sein Niveau in etwa halten können sollte, dies auch, weil viele regionale Indikatoren zuletzt wieder besser ausgefallen sind. Mit einem Indexniveau von 51,5 bleibt das verarbeitende Gewerbe in den USA doch deutlich vom neutralen Bereich (um 50 Indexpunkte) entfernt, der Dienstleistungsindikator dürfte mit einem Niveau um 54 Indexpunkten weiterhin sehr robust tendieren. Aus Europa werden die Markit-Sentiment-Daten für die Industrie aber auch den Dienstleistungssektor gemeldet. Für beide Sektoren wird eine Seitwärtsbewegung erwartet, von der auch wir ausgehen. Vor allem in Deutschland ist die Industrie weiterhin der Schwachpunkt der Wirtschaft. Gleichwohl sollten die Markit-Daten auf eine Stabilisierung – wenn auch auf sehr geringem Niveau – verweisen. Die Daten zur Produktion dürften auch weiterhin davon zeugen, dass das Umfeld weiterhin extrem schwierig bleibt – insgesamt dürfte die Produktion auch nach dem starken Minus im Vormonat nochmals leicht zurückgegangen sein.

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 2. September			
CH	Caixin PMI verarbeitendes Gewerbe	August	49,8
			49,9
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	47,0
			47,0
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	September	43,6
			43,6
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	51,0
			51,0
IT	Markit/ADACI PMI verarbeitendes Gewerbe	August	48,7
			48,5
US	Labour Day		
Dienstag, 3. September			
EU	PPI Industrie ex Baugewerbe (M/M)	Juli	-0,6% / 0,7%
US	ISM-Index verarbeitendes Gewerbe	August	51,5
			51,2
US	ISM-Subindex bezahlte Preise	August	47,4
			45,1
US	Bauausgaben	Juli	0,3%
			-1,3%
Mittwoch, 4. September			
CH	Caixin PMI Dienstleistungsgewerbe	August	51,7
			51,6
CH	Caixin PMI	August	
			50,9
EC	Einzelhandelsumsätze	Juli	-0,6% M/M
			1,1% / 2,6%
EC	Markit PMI Dienstleistungen	September	53,4
			53,4
GE	Markit PMI Dienstleistungen	September	54,4
			54,4
FR	Markit PMI Dienstleistungen	September	53,3
			53,3
IT	Markit/ADACI PMI Dienstleistungen	August	51,5
			51,7
US	Gesamte Autoverkäufe	August	16,9 Mio.
			16,82 Mio.
US	Handelsbilanz	Juli	-55,15 Mrd. USD
			-55,15 Mrd. USD
US	Beige Book der Fed		
Donnerstag, 5. September			
GE	Auftragseingänge Industrie	Juli	-1,2% M/M / -4,1% J/J
			2,5% / -3,6%
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 31.08.2019	215 Tsd.
US	ISM-Index Dienstleistungen	August	53,6
			53,7
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	August	
			2,1%
US	- ex Transportation	August	
			-0,4%
US	Industrieaufträge	Juli	0,8%
			0,6%
US	Produktivität ex Agrar	2. Quartal	2,2%
			2,3%
US	Lohnstückkosten ex Agrar	2. Quartal	2,5%
			2,4%
Freitag, 6. September			
GE	Industrieproduktion	Juli	0,2% M/M / -4,5% J/J
			-1,5% / -5,2%
IT	Einzelhandelsumsätze	Juli	
			1,9% / 1,3%
FR	Handelsbilanz	Juli	
			-5187,0 Mio. EUR
EC	BIP	2. Quartal	0,2% Q/Q / 1,1% J/J
			0,2% / 1,1%
US	Change in Nonfarm Payrolls	August	165 Tsd.
			164 Tsd.
US	Change in Manufact. Payrolls	August	5 Tsd.
			16 Tsd.
US	Arbeitslosenquote	August	3,7%
			3,7%
US	Durchschnittliche Stundenlöhne	August	0,3% M/M / 3% J/J
			0,3% / 3,2%

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.