

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3015	5,80
10Y US T-Notes	1,8	-0,12
DAX Index	12463,3	-5,3
Nikkei	22079	319
Hang Seng	26436	-917
Öl (Brent-Future)	64,8	4,51
Gold-Future	1508	11,90
EUR / USD	1,102	0,00
EUR / GBP	0,883	0,00
EUR / JPY	119,02	-0,70

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
Fed Funds	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
3M-USD-Libor	2,16	2,11	2,17	2,31	2,41
2J Treasuries	1,75	1,52	1,42	1,56	1,69
5J Treasuries	1,66	1,54	1,47	1,61	1,75
10J Treasuries	1,78	1,68	1,61	1,75	1,89
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,39	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,72	-0,90	-0,68	-0,65	-0,62
5J Bundesanleihen	-0,71	-0,85	-0,60	-0,56	-0,52
10J Bundesanleihen	-0,51	-0,65	-0,40	-0,37	-0,30

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
USD	1,11	1,12	1,12	1,09	1,08
CHF	1,09	1,12	1,12	1,10	1,08
GBP	0,88	0,88	0,88	0,87	0,87
NOK	9,94	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,72	10,00	9,90	9,80	9,70
AUD	1,63	1,53	1,51	1,46	1,44
NZD	1,76	1,65	1,65	1,58	1,54
CAD	1,47	1,44	1,45	1,41	1,38
JPY	119	121	123	124	123
Renminbi	7,83	7,73	7,73	7,41	7,13

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 Bremsspuren in der Weltwirtschaft werden mit Blick auf die laufende Berichterstattung der Wachstumsdaten immer deutlicher. Vor allem der Handelsstreit zwischen den USA und China belastet die Weltkonjunktur spürbar. Rund um den Globus werden Produktions- und Lieferketten gestört, vor allem im Technologiesektor. Hinzu kommt die erhebliche Verunsicherung von Produzenten und Investoren, die vielfach Investitionen zurückstellen. Darüber hinaus sind die verschiedenen traditionellen geopolitischen Risiken – etwa mit Blick auf den Konflikt zwischen den USA und dem Iran – eine spürbare Belastung für die wirtschaftlichen Perspektiven weltweit. Kurzfristig ist keine Besserung in Sicht, die in den kommenden Monaten anstehenden Zahlen zum Wachstum werden daher mehr und mehr von einer konjunkturellen Verlangsamung zeugen, wobei das aktuelle Wachstumstempo weltweit auf das Jahr hochgerechnet knapp oberhalb von 3 % liegen sollte – rund ein halber Prozentpunkt unter dem Vorjahr.

Gleichwohl ist ein Abgleiten der Weltwirtschaft in eine Rezession u.E. auch weiterhin nicht zu erwarten. Das liegt vor allem daran, dass es den USA und China im nächsten Jahr gelingen sollte, ihre wirtschaftliche Dynamik zu stabilisieren. Nach wie vor scheint unsere Einschätzung, was die Stärke des privaten Konsums in den USA anbelangt, zuzutreffen: Im zweiten Quartal konnte der private Konsum gegenüber dem Vorquartal mit 4,7 % kräftig zulegen, die Indikation für das Verbrauchervertrauen bleibt derweil brettsolid. Für China steht im nächsten Jahr ein Wirtschaftswachstum um 6 % zu erwarten. Das wäre zwar der niedrigste Wert der letzten drei Dekaden; einem weiteren Absacken des wirtschaftlichen Tempos dürften die chinesischen Behörden aber weitere Maßnahmen entgegensetzen können. Nicht vergessen werden sollte, dass die Bezugsgröße für die Jahresveränderungsrate jedes Jahr erheblich größer ist: Die Impulse aus der asiatisch-pazifischen Region bleiben maßgeblich.

Im Vergleich zu anderen großen Wirtschaftsregionen ist die Abhängigkeit vom Export im Euroraum relativ hoch. Daher ist der Euroraum vom Handelskonflikt besonders betroffen. Zentrale Konjunkturstütze im Euroraum bleibt hingegen auch weiterhin die Binnenanfrage, die von der guten Arbeitsmarktentwicklung getragen wird. Hier kommt der aufgestaute Nachholbedarf des in der letzten Dekade weit unterdurchschnittlichen Wachstums zum Ausdruck. Mit der üblichen zeitlichen Verzögerung wird das deutlich schwächere Wirtschaftswachstum allerdings auch am Arbeitsmarkt spürbar, die zentrale Frage für die Perspektiven in Europa ist damit auch hierzulande, wann sich die internationalen Perspektiven wie-



Prognosen: Wachstum (BIP)

	2016	2017	2018	2019e	2020e
Deutschland	1,9	2,2	1,5	0,5	0,8
Euroraum	1,7	2,5	1,8	0,7	0,9
USA	1,6	2,3	2,9	2,4	2,0
China	6,7	6,9	6,6	6,2	6,0

Prognosen: Inflation (CPI)

	2016	2017	2018	2019e	2020e
Deutschland	0,5	1,7	1,9	1,4	1,5
Euroraum	0,2	1,5	1,7	1,3	1,3
USA	1,3	2,1	2,4	1,8	2,0
China	1,3	2,1	2,4	2,4	2,3

der aufhellen.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass die US-Regierung im Vorfeld der Präsidentschaftswahl allmählich konzilianter werden könnte. Letztlich bleibt also der konkrete Ablauf der Handelsgespräche entscheidend. Damit präsentiert sich das globale wirtschaftliche Grundgerüst trotz des anhaltenden Stress-tests bei maximalem (geo-) politischem Gegenwind – die einschlägigen Indices befinden sich weiterhin auf historischen Höchstständen – weiter bemerkenswert robust. Das globale Wirtschaftswachstum sollte sich im Jahr 2020 also wieder beschleunigen. Mit Blick auf die Kapitalmärkte bleibt die günstige Konstellation anziehender Wachstumsraten bei niedrigen Zinssätzen im Kern erhalten.

Zinssätze Die Fed hat bei ihrem jüngsten Zinsentscheid ihren Leitzinskorridor erwartungsgemäß erneut um 25 Basispunkte auf 1,75 % bis 2,00 % ermäßigt. Der Schritt wurde als weiterer „Versicherungsschritt“ kommuniziert, der nicht als Weiterführung einer Serie von Leitzinssenkungen zu interpretieren sei: Dieses Wording wurde inhaltlich auch dadurch untermauert, dass die FOMC-Mitglieder für dieses und nächstes Jahr keine weitere Leitzinssenkung avisieren.

Auf die längere Frist erwarten die Mitglieder des FOMC in den Jahren 2021 und 2022 sogar wieder jeweils eine Leitzinsanhebung. Die Fed-Spitze geht von einem Plus an Wirtschaftswachstum in diesem sowie im übernächsten Jahr aus. Dabei zeugen vor allem die längerfristigen Projektionen von einer gewissen Lagerbildung zwischen den geldpolitischen „Tauben“ und „Falken“. Die Mehrheit der FOMC-Mitglieder erwartet für diesen Zeitraum jedenfalls eine Normalisierung des Leitzinsintervalls.

Wir sehen uns durch den Zinsentscheid in unserer Linie bestätigt, insofern dass die Befürchtungen vor einer Rezession weitestgehend an der Realität vorbeigehen: Eine solche bleibt sehr unwahrscheinlich. Die US-Notenbank geht daher nicht in den nächsten Zinssenkungszyklus, da die Binnenwirtschaft robust bleibt. Die vielbeschworene Verschiebung der geldpolitischen Gleichgewichtswerte in den USA ist überzogen: Die Verflachung der Phillips-Kurve ergibt sich auch maßgeblich aus den langfristigen Folgen der Lehman-Krise. Diese Interpretation plausibilisiert gleichzeitig die Erwartung, dass der globale Aufschwung noch erhebliche Tragweite hat. Die Lösung des Handelskonfliktes könnte weltweit eine erhebliche Erwartungskorrektur auslösen, da der US-Arbeitsmarkt weiter sehr angespannt ist. Sobald sich der Welthandel in diesem Szenario wieder normalisiert, kommt es binnen Jahresfrist zu spürbaren Zuwächsen bei den Preisen für international gehandel-

te Güter, was weltweit eine Reflationierung ermöglicht. Im Ergebnis würde eine Beilegung der Handelsstreitigkeiten schlagartig eine vollkommen neue Lage am Kapitalmarkt schaffen.

Wie von uns erwartet, hat der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 12. September beschlossen, den Einlagezins von -0,4 % auf -0,5 % zu senken. Darüber hinaus wird die EZB ab November "so lange wie nötig" Anleihen im Wert von 20 Mrd. Euro monatlich erwerben. Geplant ist ferner diese Käufe erst im unmittelbaren Vorfeld der ersten Zinserhöhung abzuschließen. Die EZB führt weiterhin einen Staffelnzins ein, so dass die Banken auf einen Teil ihrer Überschussreserven keinen Strafzins entrichten müssen. Die Zinsuntergrenze für die TLTROs wird um 10 Basispunkte gesenkt, entspricht also dem Durchschnitt des Einlagesatzes, der über die Laufzeit des Geschäfts gilt. Die Laufzeit der TLTROs wird von zwei auf drei Jahre verlängert.

Dieses umfangreiche Maßnahmenpaket bestätigt unsere Einschätzung, dass die Bank einmal mehr ihre geldpolitische Reaktionsfunktion ändert und systematisch expansiver wird: Es ist also nicht nur die Verschlechterung des gesamteuropäischen Datenkranzes, die eine Zunahme des Expansionsgrades bewirkt - die EZB reagiert auch immer expansiver darauf. Abhängig von der weiteren Entwicklung des Handelskonfliktes kann es daher gut sein, dass die EZB bei weiter rückläufigen Inflationserwartungen geldpolitisch nachlegen wird, auch wenn die Grenzen der Geldpolitik allmählich näher rücken. Derweil wird der Ruf nach fiskalischer Intervention mit deutschen Steuergeldern immer lauter. Aus der Perspektive der Sparer erhält dieser keinerlei Zins mehr und muss zunehmend damit rechnen, dass darüber hinaus noch zusätzliche Abgaben fällig werden.

Die Akzeptanz für diesen Kurs vor allem in Deutschland nimmt derzeit weiter spürbar ab, man darf gespannt sein, was politisch passiert, wenn die bestehenden juristischen Grenzen des Ankaufsprogramms erreicht werden. Die immer expansivere Geldpolitik nimmt derweil den Anpassungsdruck aus dem Eurosystem, in der Folge muss die Geldpolitik immer stärker auch Probleme bekämpfen, die jenseits ihres Mandates liegen. Die „Japanisierung“ Europas und die „Liraisierung“ der Geldpolitik dürften langfristige spürbaren Schaden anrichten. Wir gehen weiterhin davon aus, dass über die Zukunft des Euros vor allem in Berlin entschieden wird. Eine europapolitische Strategie war hier aber bis zuletzt nicht erkennbar.

Credit Spreads Die Corporate Spreads sind - gemessen am 5-jährigen Markt-ITraxx-Europe – zuletzt wieder gestiegen und notierten bei rund 54 Basispunkten. Vor dem Hintergrund der abermals expansiveren Geldpolitik und der geschilderten Verschiebung der politökonomischen Rahmenbedingungen dürfte der Abwärtstrend aber grundsätzlich anhalten, nächste Zielgröße dürfte zunächst 40 Basispunkte sein.

Devisenmärkte Der Euro bleibt gegenüber dem US-Dollar weiterhin im Abwärtstrend. Aus der fundamentalen Sicht ist die Bewertung des US-Dollars auf den aktuellen Kursniveaus zwar bereits recht angespannt: Die auf Basis der fundamentalen Modelle errechneten gleichgewichtigen Werte liegen etwas höher als der aktuelle Kurs. Dahinter steht maßgeblich auch, dass die Kapitalmarktzinsen in den USA stärker gesunken sind, als es der binnenwirtschaftlichen Entwicklung in den USA eigentlich angemessen wäre. Die Verschiebung der grundlegenden Bestimmungsfaktoren der europäischen Geldpolitik hin zu einer Verschärfung der „Liraisierung“ des Euroraumes geht dabei allerdings mit Strukturbrüchen einher, die sich in erhöhter Prognoseunsicherheit niederschlagen. Im Ergebnis heben wir unser Kursziel für den US-Dollar weiter an und tragen damit auch der faktisch-technischen Verfassung von EURUSD Rechnung. Im Ergebnis sehen wir nunmehr eine Aufwertung der US-Devisen auf Kurse um EURUSD 1,08 als am wahrscheinlichsten an, eine zwischenzeitliche Gegenbewegung bis auf Kurse um 1,12 bleibt dabei wahrscheinlich. Sollte sich unsere Interpretation der unterschiedlichen Notenbankpfade bewahrheiten, könnte der US-Dollar noch über die letztgenannte Marke hinaus aufwerten.

Jüngste Prognoseanpassungen Wir sehen nunmehr eine Aufwertung der US-Devisen auf Kurse um EURUSD 1,08 als am wahrscheinlichsten an, eine zwischenzeitliche Gegenbewegung bis auf Kurse um 1,12 bleibt dabei wahrscheinlich. Sollte sich unsere Interpretation der unterschiedlichen Notenbankpfade bewahrheiten, könnte der US-Dollar noch über die letztgenannte Marke hinaus aufwerten.

Die kommende Daten-Woche Die kommende Woche hat es in sich: Gleich zu Wochenbeginn werden ganze Batterien an Frühindikatoren für den Euroraum veröffentlicht: Die (fast) alles entscheidende Frage ist derzeit, ob sich der Dienstleistungssektor weiterhin von der Schwäche in der Industrie

abkoppeln kann und natürlich auch, wie sich die Entwicklung vor allem im deutschen verarbeitenden Gewerbe weiter darstellt. Wir erwarten mit dem Konsensus eine Stabilisierung in der europäischen Industrie und eine leichte Eintrübung im Dienstleistungssektor. Spannend bleibt es dann am Dienstag, wenn die Ifo-Zahlen veröffentlicht werden. Wir könnten uns gut vorstellen, dass sich das Ifo-Geschäftsklima nochmals etwas eingetrübt hat. In den USA werden wichtige Daten zur Preisentwicklung gemeldet, der unterliegende Inflationsdruck ist zuletzt gestiegen. Im August ist der Deflator für den privaten Konsum vermutlich um 0,2% gegenüber dem Vormonat angestiegen. Hierdurch stieg die Jahressteuerungsrate von 1,6 % auf 1,8 %. Dies dürfte den Konflikt innerhalb der Fed tendenziell weiter schüren, da die latenten Preisgefahren wieder stärker in den Vordergrund rücken.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 23. September			
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	47,3
			47,0
EC	Markit PMI Dienstleistungen	September	53,3
			53,5
GE	Markit PMI Dienstleistungen	September	54,3
			54,8
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	September	44,2
			43,5
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	51,2
			51,1
FR	Markit PMI Dienstleistungen	September	53,2
			53,4
US	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	50,3
			50,3
US	Markit PMI Dienstleistungen	September	51,5
			50,7
Dienstag, 24. September			
GE	ifo Geschäftsklimaindex (Lage/ Erw.)	September	94,6 (97 / 92)
			94,3 (97,3 / 91,3)
FR	Geschäftsklimaindex	September	102,0
			102,0
BE	Geschäftsklimaindex	September	
			-5,8
US	Verbrauchervertrauensindex des Conf. Board	September	134,0
			135,1
Mittwoch, 25. September			
GE	Gfk Verbrauchervertrauen	Oktober	9,6
			9,7
US	Verkäufe neuer Häuser	August	653 Tsd.
			635 Tsd.
Donnerstag, 26. September			
EC	M3-Geldmengenwachstum	August	5% / %
			5,2% / 4,8%
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 21.09.2019	208 Tsd.
US	Großhandelslagerbestände	August	0,2%
			0,2%
US	US-BIP	2. Quartal	2,0%
			2,0%
US	Privater Konsum	2. Quartal	4,7%
			4,7%
US	BIP-Deflator	2. Quartal	2,4%
			2,4%
Freitag, 27. September			
IT	PPI Manufacturing	August	0% / -0,8%
			99,7
IT	Geschäftsklimaindex	September	100,0
			112,2
IT	Verbrauchervertrauensindex	September	112,2
			111,9
EC	Industrie vertrauensindex	September	-6
			-6
EC	Wirtschaftsvertrauensindex	September	103,0
			103,1
EC	Dienstleistungsvertrauensindex	September	9,5
			9,3
FR	Verbraucherpreisindex	September	1,2% J/J
			0,5% / 1%
FR	Erzeugerpreisindex	August	
			0,4% / 0%
GE	Importpreisindex	August	-0,3% M/M / -2,4% J/J
			-0,2% / -2,1%
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	August	-1,2%
			2,0%
US	- ex Transportation	August	0,2%
			-0,4%
US	Persönliche Einkommen	August	0,4%
			0,1%
US	Persönliche Ausgaben	August	0,3%
			0,6%
US	Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga	Oktober	92,1
			92,0
US	PCE Deflator	August	1,4% J/J
			1,4%
US	PCE Deflator Kernrate	August	0,2% M/M / 1,8% J/J
			0,18% / 1,6%

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.