

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	2,11	2,06	2,16	2,36	2,51
2J Treasuries	1,56	1,37	1,27	1,46	1,66
5J Treasuries	1,46	1,39	1,32	1,52	1,73
10J Treasuries	1,58	1,53	1,47	1,67	1,88
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,44	-0,50	-0,51	-0,51	-0,51
2J Bundesanleihen	-0,86	-1,00	-0,78	-0,72	-0,67
5J Bundesanleihen	-0,86	-0,95	-0,69	-0,63	-0,57
10J Bundesanleihen	-0,60	-0,72	-0,47	-0,43	-0,32

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
USD	1,10	1,12	1,12	1,09	1,08
CHF	1,09	1,12	1,12	1,10	1,08
GBP	0,90	0,88	0,88	0,87	0,87
NOK	9,94	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,67	10,00	9,90	9,80	9,70
AUD	1,61	1,53	1,51	1,46	1,44
NZD	1,72	1,65	1,65	1,58	1,54
CAD	1,46	1,44	1,45	1,41	1,38
JPY	118	121	123	124	123
Renminbi	7,84	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](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** Die konjunkturelle Dynamik lässt weltweit weiter nach, da mehr und mehr Zölle greifen. Treiber dieser Entwicklung ist rund um den Globus vor allem das verarbeitende Gewerbe, das von den Zöllen auf die handelbaren Güter naturgemäß am stärksten betroffen ist. Der deutliche Rückgang des ISM-Einkaufsmanagerindex auch für die Industrie in den USA kam hier für die Märkte allerdings überraschend. Der nationale Einkaufsmanagerindex ISM für das verarbeitende Gewerbe ging von 51,2 auf 49,1 Indexpunkte zurück. Dies war das erste Mal seit rund drei Jahren, dass der Indikator unterhalb des Niveaus um 50 Indexpunkte gefallen ist. Wie zu erwarten stand, ging diese Indexentwicklung aber vor allem auf die internationale Entwicklung zurück, wie aus dem Vergleich der nationalen und internationalen Komponenten dieses so wichtigen landesweiten Stimmungsbarometers ableitbar war.

Vielfach leben nun die Befürchtungen vor einer Rezession in der globalen Leitökonomie wieder auf: Sind diese Befürchtungen gerechtfertigt? Wir meinen nein: Der Rückgang des Barometers für die Industrie ist angesichts der Störung des internationalen Handels nur normal. Die eigentliche Frage in den USA ist, in wie weit der private Konsum den Konjunkturverlauf gegen ein schwächeres Wachstum abschirmen kann. Das Hauptargument für eine Fortsetzung der US-Expansion ist die im historischen Längsschnitt nach wie vor außerordentlich hohe finanzielle Potenz der US-Haushalte. Niedrige Zinssätze in Kombination mit hohen Zuwächsen bei den Lohnvolumina dürften u.E. noch über Jahre bewirken, dass der private Konsum die zentrale Stütze der Konjunktur bleibt.

Unterstützung für diese Argumentationslinie bot bis zuletzt vor allem auch der Umstand, dass die Stimmung bei den US-Konsumenten weiter extrem gut ist: Legt man den wöchentlichen Bloomberg-Consensus zugrunde, befindet sich die Stimmung derzeit auf einem 20-Jahres-Hoch! Diese Indikation wird im Kern auch von anderen Zeitreihen, wie dem Barometer der Universität Michigan, bestätigt, das sich zumindest deutlich oberhalb des langjährigen Mittelwertes bewegt. Von einer Schwäche des US-Konsumenten kann daher keine Rede sein. Getrieben wird das gute Sentiment sicherlich auch von den niedrigen Zinssätzen, die der Kaufkraft zusätzliches Momentum verleihen. Aber auch die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt lässt die Lohnvolumina weiter spürbar ansteigen. Die ISM-Daten belegen damit, dass zwar auch die US-Wirtschaft durch den Handelskonflikt zunehmend geschwächt wird. Eine US-Rezession ist jedoch nach wie vor extrem unwahrscheinlich.



**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

Auch in Europa bleiben die Perspektiven zumindest vorerst weiter abwärts gerichtet. Nach unserer Einschätzung liegt die derzeitige Indikation durch die Frühindikatoren bei rund 0,7 % Zuwachs p.a. Ausgehend von den massiven Renditerückgängen gehen wir weiterhin davon aus, dass es nicht zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsbewegung kommt. Dafür sind die monetären Rahmenbedingungen einfach zu expansiv. Die Frage ist gleichwohl, ob und wann der Abwärtstrend der wirtschaftlichen Dynamik gestoppt werden kann. Einzelne Komponenten für das Wirtschaftsvertrauen im Euroraum haben sich ausgehend von einer Gegenbewegung in der Industrie zuletzt wieder etwas verbessert, die Stimmung bei den Dienstleistern und den Konsumenten wurde aber eingetrübt. Im Ergebnis ist gibt es sicherlich erste Anzeichen für eine Abnahme zumindest der starken Abwärtsdynamik, eine wirkliche Bodenbildung ist in Europa aber noch nicht in Sicht.

**Zinssätze** In der kommenden Woche dürfte die EZB einmal mehr den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik massiv erhöhen – die Gründe sind sowohl zyklischer als auch struktureller Natur: Vor dem Hintergrund des Handelskonfliktes dürften die Euro-Währungshüter sowohl ihre Wachstumsprognose als auch ihre Inflationsprognose spürbar nach unten revidieren. Nachdem die zuletzt beauftragten Arbeitsgruppen ihre Ergebnisse vorgelegt haben, wird die EZB daher nun ein deutliches Signal setzen wollen. Wir gehen davon aus, dass sie den Einlagezins von -0,4 % auf -0,5 % senken wird. Darüber hinaus spricht vieles dafür, dass die EZB die Einführung eines Staffelnzinses ankündigen wird und schließlich dürfte die Bank zumindest perspektivisch die Nettoanleihekäufe wiederaufnehmen. Hier könnten wir uns ein monatliches Kaufvolumen um 30 Milliarden Euro auf Sicht der nächsten 12 Monate vorstellen, wobei die Details zweitrangig sind. Zentral ist u.E., 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. Damit entfernt sie sich immer stärker vom Geist der Verträge von Maastricht. Wir belassen unsere Schätzungen für die Bundesanleihen und für die US-Treasuries auf Jahressicht b.a.w. unverändert bei -0,3 % und 1,9 %.

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 Senkungsschritt dann immer wahrscheinlicher werden.

### **Credit Spreads**

Die Corporate Spreads sind - gemessen am 5-jährigen Markt-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**

Der Euro bleibt gegenüber dem US-Dollar weiterhin im Abwärtstrend. Aus der fundamentalen Sicht ist die Bewertung des US-Dollars auf den aktuellen Kursniveaus 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 gehen 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**

#### **Die kommende Daten-Woche**

Die nächste Woche steht vor allem im Zeichen der Preisentwicklung in den USA. Die Grundkonstellation im Lande verweist weiterhin darauf, dass die Produzentenpreise im Vorjahresvergleich überwiegend rückläufig sind und somit auch die Perspektiven für die Konsumentenpreis-inflation entlasten. Auch wenn sich der Arbeitsmarkt weiter robust entwickelt, gibt dies doch der Fed den Spielraum, den sie zur Stabilisierung der Konjunktur benötigt. Neben den wöchentlichen Neuansuchen um Arbeitslosenunterstützung ist für uns die weitere Entwicklung des privaten Konsums besonders wichtig. Die Einzelhandelszahlen sollten den robusten Aufwärtstrend hier bestätigen. Das Highlight der Woche vor allem aus der europäischen Perspektive ist natürlich die EZB-Sitzung. Für das kommende Treffen zeichnet sich ein Konsens ab, zu einem gestaffelten Einlagensatz überzugehen und diesen um 10 Basispunkte zu senken. Man darf gespannt sein, ob sich die EZB darüber hinaus zu den umstrittenen Nettowertpapierkäufen durchringen kann. Schließlich steht zu erwarten, dass die innereuropäische Divergenz in der Industrie auch im Juli Bestand hatte. Wir erwarten einen weiteren Rückgang der Produktion in Deutschland, dem ein leichter Zuwachs in Gesamteuropa entgegensteht.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 9. September</b>			
US	Konsumentenkredite	Juli	16 Mrd. USD
			14,6 Mrd. USD
GE	Handelsbilanz	Juli	16,6 Mrd. EUR
GE	Leistungsbilanz	Juli	20,6 Mrd. EUR
GE	Exporte (in Mrd. EUR)	Juli	-0,1 Mrd. EUR / -0,5 Mrd. EUR
GE	Importe (in Mrd. EUR)	Juli	0,7 Mrd. EUR / 1,2 Mrd. EUR
CH	Geldmenge M2	August	8,2% J/J
			8,1%
<b>Dienstag, 10. September</b>			
FR	Industrieproduktion	Juli	-2,3% / 0%
IT	Industrieproduktion	Juli	0,2% M/M
			-0,2% / -4,18%
CH	Konsumentenpreise	August	% M/M / 2,6% J/J
			0,4% / 2,8%
CH	Erzeugerpreise	August	% M/M / -0,9% J/J
			-0,2% / -0,3%
<b>Mittwoch, 11. September</b>			
US	Großhandelslagerbestände	August	0,2%
			0,2%
US	Erzeugerpreisindex	August	0,1% M/M / 1,7% J/J
			0,2% / 1,7%
US	PPI Kernrate	August	0,2% M/M
			-0,1% / 2,1%
<b>Donnerstag, 12. September</b>			
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 07.09.2019	217 Tsd.
US	Verbraucherpreisindex	August	0,1% M/M / 1,7% J/J
			0,3% / 1,8%
US	CPI Kernrate	August	0,2% M/M / 2,3% J/J /
			0,3% / 2,2%
EC	Industrieproduktion	Juli	0,2% M/M / -1,3% J/J
			-1,6% / -2,6%
GE	Verbraucherpreisindex	September	-0,2% M/M / 1,4% J/J
			-0,2% / 1,4%
FR	Verbraucherpreisindex	September	0,5% / 1,1%
			0,5% / 1,1%
EC	EZB-Zinsentscheidung	August	0,00%
			0,00%
<b>Freitag, 13. September</b>			
US	Lagerbestände	Juli	0,3%
			0,0%
US	Einzelhandelsumsätze	August	0,2%
			0,7%
US	- ex Autos	August	0,1%
			1,0%
US	Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga	September	90,2
			89,8
US	Importpreisindex	August	-0,5% M/M
			0,2% / -1,8%
GE	Großhandelspreise	August	-0,3% / 0,1%
			-0,3% / 0,1%
EC	Handelsbilanz	Juli	20611,7 Mio. EUR

**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.