

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2926	-13,80
10Y US T-Notes	2,6	0,06
Nikkei	22259	58
Hang Seng	30082	532
Oil (Brent-Future)	70,7	-0,89
Gold-Future	1273	-15,80
EUR /USD	1,115	0,00
EUR /GBP	0,858	-0,01
EUR /JPY	124,40	-0,06

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Aug. 19	Nov. 19	Feb. 20	Mai. 20
Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
3M-USD-Libor	2,58	2,60	2,69	2,85	2,98
2J Treasuries	2,35	2,35	2,41	2,57	2,74
5J Treasuries	2,36	2,40	2,47	2,64	2,80
10J Treasuries	2,55	2,57	2,64	2,80	2,96
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,31	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
2J Bundesanleihen	-0,59	-0,72	-0,52	-0,47	-0,43
5J Bundesanleihen	-0,41	-0,46	-0,23	-0,18	-0,12
10J Bundesanleihen	0,04	0,05	0,27	0,33	0,40

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Aug. 19	Nov. 19	Feb. 20	Mai. 20
USD	1,12	1,13	1,14	1,13	1,10
JPY	124	129	131	131	128
GBP	0,86	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,50	1,45	1,47	1,46	1,41
AUD	1,60	1,55	1,54	1,52	1,47
NZD	1,69	1,66	1,68	1,64	1,57
CHF	1,14	1,12	1,13	1,12	1,09
NOK	9,79	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,69	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,52	7,80	7,87	7,68	7,26

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** Rund um den Globus überwogen zuletzt wieder die positiven Signale: Nachdem vor allem die internationalen Finanzmärkte seit der Jahreswende auf eine realwirtschaftliche Verbesserung verwiesen hatten, konnten zuletzt auch die faktischen Wachstumsdaten überzeugen: Das BIP-Wachstum in den USA lag mit 3,2 % deutlich oberhalb der Erwartungen. Eine tragende Rolle spielten mit Blick auf die Wachstumskomponenten zwar auch die kräftig steigenden Staatsausgaben und ein abermals untypisch hoher Lageraufbau. Demgegenüber blieb der Wachstumsbeitrag des privaten Konsums relativ schwach ausgeprägt, auch die Investitionen entwickelten sich moderater als in den Vorquartalen.

Vielfach wird nun aus der Zusammensetzung der BIP-Komponenten auf drohende schwächere Folgequartale geschlossen. Diese Befürchtungen halten wir für überzogen: Zum einen hat sich gezeigt, dass die Analyse der Einzelkomponenten meist nicht trennscharf genug ist, um daraus weiterreichende Schlüsse für die Folgequartale zu ziehen. Zum anderen besteht eine Vielzahl von positiven Faktoren, die ein Gegengewicht zu den möglichen negativen Effekten etwa der mittlerweile relativ hohen Lagerbestände bilden. Hierbei ist vor allem das weiterhin gute Umfeld an den Finanzmärkten zu nennen, das auf eine anhaltend dynamische US-Expansion verweist. Abermals waren es hier zuletzt die Gewinne vor allem der großen Technologiekonzerne, die ein äußerst positives Licht auf den weiteren Konjunkturverlauf warfen. Einmal mehr dürfte ein neues All-Time-High beim Nasdaq-Technologieindex darauf verweisen, dass „Corporate America“ auch weiterhin kräftig investiert. Zu dieser Lesart passt auch, dass sich die Produktivität in den USA spürbar erhöhte: Zwar erreichen die Zuwächse der Stundenproduktivität noch nicht die Werte des New-Economy-Booms, seit drei Jahren nimmt die Produktivität in den USA aber wieder spürbar zu. Dies ist ein sehr gutes Zeichen für die gesamte Volkswirtschaft, könnte es doch ein weiterer Beleg dafür sein, dass die US-Steuerreform einen grundlegenden Erneuerungsschub bewirkt hat. Derweil haben sich die Investitionsbarometer für die Breite der US-Unternehmen zwar etwas abgekühlt, sie verweilen aber weiterhin auf einem 15-Jahres-Hoch.

Im Ergebnis könnten von einer Korrektur der Lagerbestände im weiteren Verlauf sicherlich dämpfende Effekte ausgehen, dem stehen aber weiterhin positive Aussichten in anderen Bereichen der US-Ökonomie entgegen – dabei zählen wir vor allem auf den privaten Konsum: Die Zuwächse beim privaten Verbrauch lagen im letzten Quartal mit 0,8 % sehr weit unterhalb der Zuwächse, die die bis zuletzt sehr gute Entwicklung des Arbeitsmarktes nahe legt: Wir sehen den privaten Konsum unverändert bei Expansionsraten von knapp unter drei Prozent, insofern kann hier in den nächsten Quartalen mit einer stabilisierenden Gegenbewegung gerechnet werden. Mit Blick auf das hohe Gewicht des US-Konsums erwarten wir, dass die US-Konjunktur ihr über er-

warten hohes Tempo beibehalten kann.

Sehr erfreulich fielen auch die Daten zum ersten Quartal in der Eurozone aus. Die Wachstumsdynamik in Europa hat sich spürbar erhöht: Mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 0,4 % im Vergleich zum Vorquartal überraschten die Zahlen der vorläufigen Schnellschätzung positiv: Damit lag die Steigerungsrate rund doppelt so hoch wie im Jahresschlussquartal 2018. Insgesamt übertraf die Entwicklung die Erwartungen der Konjunkturbeobachter deutlich. Mit Blick auf die Wachstumsbeiträge stach abermals Spanien mit einem Zuwachs von 0,7 % hervor, gefolgt von Frankreich, das einen Zuwachs von 0,3 % verbuchen konnte. Aus unserer Sicht bestätigen die Daten unsere bisherige Einschätzung: Getragen von den Nachholeffekten vor allem beim privaten Konsum ist die konjunkturelle Entwicklung in Europa robuster als von vielen Beobachtern in den letzten Monaten befürchtet. Der wieder bessere globale Ausblick vor allem auch für die asiatisch-pazifische Region lässt positive Impulse für die europäischen Exporte erwarten. Viele Sonderentwicklungen bzw. temporäre Belastungen etwa in der Fahrzeugbranche oder auch der Chemieindustrie dürften sukzessive überwunden werden. Alles zusammengenommen dürfte das Wachstumstempo in der Eurozone im laufenden Jahr um 1,3 % liegen – dabei sehen wir eher Aufwärtspotential, wenn sich die Entwicklungslinien seit dem Jahresbeginn fortsetzen sollten. Von einer Rezession in Europa kann also keine Rede sein. Gleichwohl ist das Wachstum schwächer, als es ohne Strukturprobleme sein könnte, und die Eurozone fällt vor allem gegenüber den USA weiter zurück. Dies zeigt sich vor allem an der weiteren Ausweitung der Zinsdifferenz, aber auch an der anhaltenden Outperformance der US-Aktienmärkte.

Auch die Daten aus Asien bestätigten unsere Vermutung, dass die Konjunkturmaßnahmen im Reich der Mitte früher oder später Wirkung zeigen würden: So konnte das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal mit einem Zuwachs von 6,4 Prozent im Vergleich zum Vorjahr stärker zulegen als allenthalben erwartet worden war. Besonders hervorzuheben war die Entwicklung der Industrieproduktion, die im Vorjahresvergleich um satte 8,5 % zulegen konnte. In der Summe zeigt sich einmal mehr, dass das hohe Interventionspotential des Landes ungebrochen ist. Der Wachstumspfad ist primär eine politisch-normative Größe denn Marktergebnis, was für die Weltwirtschaft auch offenkundige Vorteile einer antizyklischen Interventionspolitik im großen Stil hat. Mit Blick auf das attestiert hohe Trendwachstum hält sich zudem der ordnungspolitische Schaden in Grenzen. In der Summe dürfte das wirtschaftliche Momentum derzeit bereits wieder um 3,5 - 3,6 % (IWF-Systematik nach Kaufkraftparitäten) liegen. Wir sehen weiterhin gute Chancen, dass im Handelskonflikt zwischen den USA und China spürbare Fortschritte erzielt werden können. Dies würde die Indikation vieler Zeitreihen, die seit Mitte Januar auf eine Besserung der Perspektiven für den Welthandel verweisen, bestätigen. Der globale Ausblick bleibt also weiterhin so robust, dass auf den globalen Kapitalmärkten auch weiterhin ein - wenn auch etwas moderateres - risikostützendes Umfeld („risk-on“) dominiert.

**Zinssätze** Die Fed hat beim jüngsten Zinsentscheid erwartungsgemäß das Leitzinsintervall unverändert gelassen, es wurde lediglich eine der Natur nach technisch bedingte Senkung des Zinssatzes für Überschussreserven um 5 Basispunkte vorgenommen. Die Fed würdigte das robuste Wirtschaftswachstum des ersten Quartals, die Notenbank hob demgegenüber aber auch pflichtgemäß die Schwäche bei den privaten Konsumausgaben und den Investitionen hervor. Auch wenn die zuletzt überraschend schwache Inflationsentwicklung auf temporäre Faktoren zurückzuführen ist, wird die Debatte um eine Neubestimmung des geldpolitischen Kurses vorerst anhalten. Im Ergebnis kann man festhalten, dass der weitere Pfad der amerikanischen Notenbank sicherlich weniger vorherbestimmt ist denn je: Es hängt bei Leitzinsniveaus, die immer stärker im neutralen Bereich liegen, naturgemäß zunehmend davon ab, wie es mit der Konjunktur weitergeht – in den USA und weltweit. Vor dem Hintergrund unserer Einschätzung, was die Tragweite der US-Konjunktur anbelangt, gehen wir nach wie vor davon aus, dass der Hochpunkt der Notenbanksätze in den USA noch nicht erreicht ist. Wir belassen unsere Einschätzung für die Entwicklung der zehnjährigen Treasuries bei rund 3 %. Auf Jahressicht ist nach unserem Dafürhalten ein Zins um 0,4 Prozentpunkte für die zehnjährigen Bundesanleihen zu erwarten, damit liegen wir mit unserer Einschätzung unter dem Konsensus von rund 0,5 % auf Jahressicht.

**Credit Spreads** Die Corporate Spreads notierten zuletzt - gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe - bei knapp unter 60 Basispunkten. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sowohl das globale als auch das europäische Umfeld weiter stützend bleiben: Die wirtschaftliche Dynamik wird wie oben ausgeführt weiter zunehmen, während die europäische Geldpolitik weiterhin zu fast jeder Stützungsmaßnahme bereit scheint. Wir erwarten weiterhin, dass diese vorteilhafte Mischung eine weitere Spreadkompression generieren kann. Vor diesem Hintergrund könnte der Markt nunmehr die Marke von 40 Basispunkten Spread anvisieren.

**Devisenmärkte** Getragen von den überraschend starken Daten aus der Eurozone hatte der Euro zwischenzeitlich wieder etwas zulegen können. Diese Gegenbewegung wurde aber schnell nivelliert. Aus unserer Sicht bleibt

der strategische Vorteil des US-Dollars auch in den kommenden 12 Monaten erhalten: Die Zinsdifferenz zur Eurozone sollte sich weiter ausbauen, da die USA einen höheren Zinssatz tragen können. Wir erwarten nach wie vor eine Gegenreaktion bis in den Bereich von Kursen um EURUSD 1,13, das Aufwertungspotential auf Jahressicht sehen wir weiterhin bei Kursen um EURUSD 1,10. Hinter dieser Einschätzung steht auch maßgeblich unsere Einschätzung, dass die die europäische Konjunktur tragenden Effekte allmählich schwächer werden, während der US-Aufschwung noch weitere Maßnahmen der Fed im Sinne der Zinserhöhung generieren dürfte.

**Jüngste Prognoseanpassungen** Wir nehmen die anhaltende Verfehlung des geldpolitischen Ziels mit Blick auf die Inflationserwartungen in der Eurozone zum Anlass, unsere Zinsprognose für Deutschland und den Euroraum abermals zu senken: Auf Jahressicht ist nach unserem Dafürhalten ein Zins um 0,4 Prozentpunkte für die zehnjährigen Bundesanleihen zu erwarten (aktueller Konsensus laut Bloomberg: 0,54). Ebenfalls senken wir unsere Prognose für die US-Zinssätze und gehen davon aus, dass die zehnjährigen Treasuries auf Sicht von zwölf Monaten bei rund 3,0 % rentieren werden. Aus unserer Sicht ist die Kehrtwende der Fed dabei aber nicht Ausdruck binnenwirtschaftlicher Schwäche, sondern auch maßgeblich ihrer globalen Rolle geschuldet.

**Die kommende Daten-Woche** Die kommende Woche dürfte mit den Markitdaten zumindest in der Tendenz eine weitere Aufhellung der Stimmung in der Eurozone mit sich bringen. Wir sind hier sowohl für die Daten für Deutschland als auch für den europäischen Dienstleistungssektor optimistischer gestimmt als der Konsensus. Vor dem Hintergrund der Debatte innerhalb der Fed um die Inflationsentwicklung in den USA dürfte den US-Preisdaten eine besondere Bedeutung zukommen. Die Interpretation der Daten ist aber sehr komplex, da hier so viele Aspekte eine Rolle spielen. Aus unserer Sicht ist es hier vor allem die Globalisierung, die die Strukturbrüche bei so vielen diesbezüglichen Zeitreihen erklärt. Auf die kurze Frist hat sich die Preisentwicklung jedenfalls weiter entspannt – nicht zuletzt aufgrund sinkender Importpreise, die wiederum eine Funktion global unterausgelasteter Kapazitäten sind. Die Jahressteuerung dieser sogenannten Kernrate dürfte zwar von 2,0 % auf 2,1 % ansteigen. Es ist aber aufgrund der Preisentwicklung auf den vorgelagerten Stufen der Produktion absehbar, dass der gesamtwirtschaftliche Preisdruck zumindest vorerst eng begrenzt bleibt und damit auch weiterhin grundsätzlich im Zielbereich der Fed rangiert.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 6. Mai</b>			
CH Caixin PMI	April		52,9
CH Caixin PMI Dienstleistungsgewerbe	April	54,2	54,4
EC Einzelhandelsumsätze	März		0,4% / 2,8%
<b>EC Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>Mai</b>	<b>52,5</b>	<b>52,5</b>
<b>GE Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>Mai</b>	<b>55,6</b>	<b>55,6</b>
<b>GE Markit PMI Gesamt</b>	<b>Mai</b>	<b>52,1</b>	<b>52,1</b>
FR Markit PMI Dienstleistungen	Mai	50,5	50,5
IT Markit/ADACI PMI Dienstleistungen	April		53,1
<b>Dienstag, 7. Mai</b>			
CH Währungsreserven	April	3101,5 Mrd. USD	3098,8 Mrd. USD
US Konsumentenkredite	März	17 Mrd. USD	15,2 Mrd. USD
GE Auftragsgänge Industrie	März	1% M/M / -5,5% J/J	-4,2% / -8,4%
FR Handelsbilanz	März		-4,0 Mrd. EUR
<b>Mittwoch, 8. Mai</b>			
CH Exporte	April	3% J/J	14,2%
CH Importe	April	-2% J/J	-7,6%
CH Handelsbilanz	April	33,7 Mrd. USD	32,7 Mrd. USD
GE Industrieproduktion	März	-1% M/M / -2,9% J/J	0,7% / -0,4%
<b>Donnerstag, 9. Mai</b>			
CH Konsumentenpreise	April	2,5% J/J	-0,4% / 2,3% J/J
CH Erzeugerpreise	April	0,6% J/J	0,1% / 0,4% J/J
US Initial Jobless Claims	Woche zum 04.05.2019		230 Tsd.
<b>US Erzeugerpreisindex</b>	<b>April</b>	<b>0,2% M/M / 2,3% J/J</b>	<b>0,6% / 2,2%</b>
<b>US PPI Kernrate</b>	<b>April</b>	<b>0,2% M/M / 2,5% J/J</b>	<b>0,3% / 2,4%</b>
US Handelsbilanz	März	-51,4 Mrd. USD	-49,4 Mrd. USD
<b>Freitag, 10. Mai</b>			
CH Geldmenge M2	April	8,5% J/J	8,6%
FR Industrieproduktion	März		0,4% / 0,6%
IT Industrieproduktion	März		0,8% / 0,85%
IT Einzelhandelsumsätze	März		0,1% / 0,92%
GE Handelsbilanz	März		18 Mrd. EUR
GE Exporte	März	-0,5% M/M	-1,2 %
GE Importe	März		-1,6 %
<b>US Verbraucherpreisindex</b>	<b>April</b>	<b>0,4% M/M / 2,1% J/J</b>	<b>0,4% / 1,9%</b>
<b>US CPI Kernrate</b>	<b>April</b>	<b>0,2% M/M / 2,1% J/J</b>	<b>0,1% / 2%</b>

**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.