

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3147	42,60
10Y US T-Notes	1,8	-0,01
DAX Index	13243,9	80,0
Nikkei	23294	181
Hang Seng	26346	-249
Öl (Brent-Future)	63,5	-0,05
Gold-Future	1463	-8,60
EUR / USD	1,100	0,00
EUR / GBP	0,852	-0,01
EUR / JPY	120,50	0,66

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Prognosen: Zinssätze**

	Aktuell	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20	Dez. 20
Fed Funds	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
3M-USD-Libor	1,91	1,87	1,95	2,09	2,21
2J Treasuries	1,62	1,61	1,53	1,68	1,83
5J Treasuries	1,62	1,67	1,60	1,74	1,89
10J Treasuries	1,76	1,84	1,77	1,91	2,05
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,40	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,63	-0,83	-0,71	-0,63	-0,55
5J Bundesanleihen	-0,59	-0,75	-0,62	-0,53	-0,44
10J Bundesanleihen	-0,37	-0,55	-0,42	-0,31	-0,22

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Prognosen: Devisenmärkte**

	Aktuell	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20	Dez. 20
USD	1,10	1,12	1,12	1,09	1,08
CHF	1,09	1,12	1,12	1,10	1,08
GBP	0,85	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,11	94,00	9,30	9,20	9,00
SEK	10,51	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,62	1,65	1,62	1,56	1,54
NZD	1,71	1,75	1,72	1,65	1,62
CAD	1,46	1,44	1,45	1,41	1,38
JPY	121	121	123	124	123
Renminbi	7,73	7,84	7,84	7,58	7,45

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** Trotz weiterhin extrem hoher geopolitischer Risiken hat sich der Ausblick weltweit zuletzt weiter gefestigt. Dies dürfte auch darauf zurückgehen, dass sich die Perspektiven für die Handelsgespräche in den letzten Wochen verbessert haben. In den USA wurde das gesamtwirtschaftliche Wachstum einmal mehr vor allem vom privaten Verbrauch beflügelt. Mit 2,9 % legte der private Konsum im dritten Quartal deutlich kräftiger zu als erwartet worden war, was bewirkte, dass das Bruttoinlandsprodukt auf das Jahr hochgerechnet um solide 2,1 % zulegen konnte. Die jüngste Entwicklung stützt damit exakt unser Hauptargument für eine Fortsetzung der US-Expansion, nämlich 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 grundsätzlich noch über Jahre bewirken, dass der private Konsum die zentrale Stütze der Konjunktur bleiben kann. Unterstützung für diese Argumentationslinie bot bis zuletzt vor allem der Umstand, dass sich die Stimmung bei den US-Konsumenten weiter auf langjährigen Höchstständen befindet: Von einer Schwäche des US-Konsumenten kann daher keine Rede sein! Dies ist umso wichtiger, als dass der private Konsum immer wieder ein Auslöser von Rezessionen war, da die Haushalte plötzlich ihre Ausgaben massiv einschränkten. Besonders erfreulich war zuletzt, dass am US-Arbeitsmarkt jetzt verstärkt auch die Bezieher niedriger Einkommen profitieren und weitere Segmente des Beschäftigungspotentials gehoben werden können. Dies ist genau das, was wir erwartet hatten, nämlich ein Anstieg der Partizipationsquote aufgrund der mittlerweile so lang anhaltenden US-Expansionsphase.

In Deutschland und Europa ist die Lage weiterhin durch eine konjunkturelle Zweiteilung gekennzeichnet: Während die Industrie im Zeichen des Handelszwistes weiter unter Druck bleibt, entwickelt sich die Binnenwirtschaft getragen vom privaten Konsum weiter robust. In Deutschland keimt derweil die Hoffnung, dass die Talfahrt der Industrie allmählich auslaufen könnte, da sich die Stimmungsindikatoren zuletzt wieder etwas robuster präsentierten bzw. ihren Rückgang nicht mehr fortsetzten. So kann man etwa bei den Auslandsorders für Deutschland inzwischen doch von einer deutlichen Bodenbildung sprechen. In der Summe dürfte die Konjunktur im Euroraum während des nächsten Jahres zwar weiter an Fahrt verlieren, eine Rezession – im Sinne einer sich selbst verstärkenden Abwärtsbewegung – erwarten wir aber nicht. Abhängig vom weiteren Verlauf des Handelskonfliktes, dem Brexit und dem konkreten geldpolitischen Pfad der EZB ist vielmehr eine längere Phase sehr geringen Wachstums zu erwarten. Un-



**Prognosen: Wachstum (BIP)**

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

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Prognosen: Inflation (CPI)**

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

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Frühindikatoren: Europa**

	Feb. 19	Mai. 19	Aug. 19	Nov. 19
Markit: Verarb. Gewerbe	49,3	47,9	46,5	45,9
Markit: Dienstleistungen	52,8	52,8	53,2	52,2
EU-Geschäftsklima	0,7	0,4	-0,1	-0,2
Insee-Geschäftsklima	106,9	106,8	106,1	105,9
Konsumentenvertrauen	-6,9	-7,3	-6,6	-7,6

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Feb. 19	Mai. 19	Aug. 19	Nov. 19
Ifo-Geschäftsklimaindex	99,4	99,5	96,0	94,7
Markit: Verarb. Gewerbe	47,6	44,4	43,2	42,1
Markit: Dienstleistungen	55,3	55,7	54,5	51,6
Auftragseingänge	107,5	101,2	100,8	101,7
GfK-Konsumklima	10,6	10,2	9,8	9,8

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

ter der Annahme, dass es zu keiner weiteren Eskalation der Handelsstreitigkeiten und zu keiner größeren Beeinträchtigung des internationalen Handels durch den Brexit kommt, dürfte der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im kommenden Jahr um 1,0 % liegen.

Wir erwarten, dass die Produktion in China in diesem Jahr um 6,2 Prozent zunehmen wird, was dem Expansionsziel der Regierung entspricht. Für das kommende Jahr gehen wir von einem mit 5,9 % etwas abnehmenden Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts aus. Diese Verlangsamung dürfte sich zum einen aus dem Auslaufen der gegenwärtigen stimulierenden Maßnahmen ergeben. Sie spiegelt aber auch den strukturellen Trend zu niedrigeren Wachstumsraten in China wider, der seit etwa zehn Jahren besteht und sich wohl auch in den nächsten Jahren fortsetzen wird. Für die Schwellen- und Entwicklungsländer der asiatisch-pazifischen Region insgesamt erwarten wir weiterhin eine Aufwärtsentwicklung des Bruttoinlandsproduktes um 6 %: Dabei gehen wir davon aus, dass sich der Wachstumspfad gegenüber dem laufenden Jahr, wo die Expansionsraten um 5,8 % gelegen haben dürften, sogar wieder etwas beschleunigen sollte. Dies belegt die unverändert hohen Wachstumsreserven der Region. Insgesamt bewahrt sich angesichts dieser Entwicklungen einmal mehr unsere Einschätzung, dass die chinesischen Behörden Willens und quasi jederzeit in der Lage sind, die Volkswirtschaft mit den wirtschaftspolitischen Maßnahmen auf den gewünschten Wachstumspfad einzusteuern: Gerade weil der Aufstieg Chinas signifikante planwirtschaftliche Züge aufweist, dürfte der Grenznutzen von Liberalisierungsmaßnahmen enorm sein. Wir erwarten, dass die globale Expansion im kommenden Jahr mit 3,4 % wieder spürbar dynamischer verläuft und auch in den Folgejahren noch anhält. Die setzt allerdings voraus, dass das von uns zugrunde gelegte geopolitische Szenario einer allmählichen Verringerung der Konfliktintensität auch eintritt.

**Zinssätze** Aus unserer Sicht wird die Fed nach der letzten Zinssenkung nunmehr zumindest b.a.w. zuwarten, wie sich die US-Konjunktur weiter entwickelt. Zuletzt hatten sich Mitglieder des FOMC zufrieden über den Konjunkturverlauf gezeigt. Wir sehen mit der Fed kaum Anzeichen dafür, dass sich die Schwäche von Außenhandel, Industrie und Investitionen auf den privaten Verbrauch auswirkt. Sollte sich der Welthandel wieder normalisieren, könnte es binnen Jahresfrist hingegen zu spürbaren Zuwächsen bei den Preisen für international gehandelte Güter kommen, was auch weltweit eine Reflationierung ermöglichen würde. Damit hängt die weitere globale Zinsentwicklung bei intakter globaler Grundkonstellation maßgeblich vom Fortgang des Handelskonfliktes ab. Im Ergebnis dürfte es bei der unterstellten

allmählichen Verringerung der Konfliktintensität mit den Zinsen weltweit zumindest allmählich wieder etwas bergauf gehen. Konkret erwarten wir, dass die zehnjährigen US-Sätze in einem Jahr bei rund 2,0 % liegen dürften.

Über den traditionellen transatlantischen Zinszusammenhang ergibt sich hier auch ein gewisser Aufwärtsdruck mit Blick auf die Bundkurve, wir gehen aber weiterhin davon aus, dass sich die Schere zwischen den Bunds und den Treasuries aufgrund der unterschiedlichen Notenbankpfade weiter öffnet. Konkret erwarten wir für die Bunds Renditen um -0,2 % auf Jahressicht. Der weitere Pfad der EZB wird auch maßgeblich von den Veränderungen der politischen Konstellation im Rat der EZB und der Europäischen Union abhängen. Bis auf weiteres dürfte die Bank den Kurs weiterer QE-Maßnahmen aber fortsetzen, vor allem sofern der Preisdruck in Europa so gering bleibt.

**Credit Spreads** Die Corporate Spreads sind - gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – zuletzt wieder gestiegen und notierten bei knapp unter 50 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** Maßgeblich für die Entwicklung des Dollarkurses zum Euro ist der längerfristige Ausblick für die Wachstums- und Zinsdifferenzen: Trifft unsere Analyse mit Blick auf die Gründe für den Abwärtstrend der europäischen Inflationsentwicklung zu, sollte die Aufspreizung des transatlantischen Zinsspreads solange anhalten, bis es in Europa zu einem geld- und wirtschaftspolitischen Regimewechsel kommt. Und ein solcher ist unseres Erachtens nicht in Sicht. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass der Generaltrend für die Gemeinschaftswährung weiter abwärts gerichtet bleibt. Im Ergebnis sehen wir derzeit eine Aufwertung der US-Devisen auf Kurse um EURUSD 1,08 als am wahrscheinlichsten an. Die auf Basis der fundamentalen Modelle errechneten gleichgewichtigen Werte liegen im Moment noch etwas höher als der aktuelle Kurs. Dahinter steht auch maßgeblich, 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. Sollte sich unsere Interpretation der unterschiedlichen Notenbankpfade bewahrheiten, könnte der US-Dollar auf die längere Frist noch über die letztgenannte Marke hinaus aufwerten.

Entgegen unserer Erwartungen hat der chinesische Renminbi gegenüber dem Euro nur marginal aufwerten können. Wie wir bereits vermutet hatten, geht diese Entwicklung vor allem auf die Entwicklung des Handelskonfliktes zurück: Zwar ist der relative Anteil des Außenhandelsüberschusses auch in China rückläufig – er rangierte zuletzt bei rund 1,2 % des BIP. Grundsätzlich ist für China aber die Versuchung enorm groß, die zusätzlichen Zölle über eine Abwertung zu umgehen: Der internationale Handelsstreit ist damit gleichzeitig auch immer ein internationaler Währungskonflikt. So ließ die chinesische Notenbank als Reaktion auf die Ausweitung der Strafzölle durch die Vereinigten Staaten eine kontrollierte Abwertung zu. Die Abwertung ist besonders stark gegenüber dem US-Dollar, aber auch gegenüber dem Währungskorb, der offiziell als Maßstab gilt, hat der Renminbi deutlich an Wert verloren. Die chinesische Regierung konnte ihren US-Kontrahenten damit unzweideutig signalisieren, dass sie das Instrument der Wechselkursanpassung zur Verfügung hat, um die durch die Zölle beabsichtigte Erhöhung der Dollarpreise chinesischer Exporte in den Vereinigten Staaten zu konterkarieren. Zwar hat die Abwertung naturgemäß auch Nachteile, da sie zum Beispiel den hohen Importbedarf Chinas erheblich verteuert. Gleichwohl bleibt der Anreiz für China, mit Abwertungen die Anhebung der Zölle zu konterkarieren, sehr groß. Der Kursverlauf des Renminbi wird daher bis auf weiteres eine Funktion der Handelsgespräche bleiben. Da der Renminbi die regionale Leitwährung Asiens ist, hat dies auch große Wirkungen auf die asiatisch bestimmten Währungen des hiesigen Dollarblocks. Wir halten daher grundsätzlich an der Aufwertungserwartung fest, sie zögert sich aber weiter heraus. Konkret erwarten wir derzeit Kurse USDCNY um 6,9 bzw. von EURCNY 7,45 auf Jahressicht.

## Jüngste Prognoseanpassungen

**Die kommende Daten-Woche** Die kommende Woche bringt eine Vielzahl richtungsweisender Frühindikatoren für die USA aber auch für Europa. Ein Schwachpunkt der US-Wirtschaft war bis zuletzt die

Entwicklung in der Industrie, die durch den Handelskonflikt naturgemäß stark belastet wurde. Nun mehrern sich die Anzeichen, dass sich die Lage zumindest etwas bessert. So haben diverse regionale Indices bereits spürbar zugelegt, so dass der nationale ISM-Indikator nunmehr im November eine Wende in Richtung 50 Indexpunkte vollzogen haben könnte. Der ISM-Indikator für den Dienstleistungssektor dürfte sein sehr solides Niveau derweil gehalten haben. Mit Blick auf den Arbeitsmarktbericht erwarten wir, dass sich die Lage weiter robust darstellt. Im Oktober waren lediglich 128.000 neue Stellen geschaffen worden, so dass nunmehr Nachholbedarf entstanden ist: Wir erwarten Zuwächse um 200.000 Einheiten. Die Arbeitslosenquote dürfte mit 3,6 % konstant bleiben, bei den durchschnittlichen Stundenlöhnen erwarten wir einen Zuwachs von 0,3% gegenüber Oktober. Insgesamt kann auch weiterhin davon ausgegangen werden, dass der Arbeitsmarkt ausreichende Zuwächse bei den Lohnvolumina generiert, um den privaten Konsum anzutreiben. Von der Stärke des US-Konsum dürfte auch weiterhin der sehr vielversprechende Verlauf der Stimmungsindices wie des Verbrauchervertrauens der Uni Michigan zeugen. In Deutschland und Europa nimmt allmählich die Hoffnung zu, dass die Talfahrt der Industrie allmählich ausläuft. Wir erwarten, dass sowohl die Indikation für die Industrie als auch für den Dienstleistungssektor im November im Kern eine Seitwärtsbewegung vollzogen haben. So kann man bei den Auslandsorders für Deutschland inzwischen von einer Bodenbildung sprechen, dies sollte zumindest perspektivisch auf die gesamte europäische Industrie ausstrahlen: Sollte sich die Konfliktintensität beim Handelskonflikt weiter verringern, könnte die Talsohle in der deutschen und europäischen Industrie durchmessen sein.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 2. Dezember</b>			
<b>US ISM-Index verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>November</b>	<b>49,5</b>	<b>48,3</b>
US ISM-Subindex bezahlte Preise	November	47,0	45,5
US Bauausgaben	Oktober	0,4%	0,5%
<b>EC Markit PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>Dezember</b>	<b>46,6</b>	<b>46,6</b>
GE Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	Dezember	43,8	43,8
FR Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Dezember	51,6	51,6
IT Markit/ADACI PMI verarbeitendes Gewerbe	November	47,7	47,7
CH Caixin PMI verarbeitendes Gewerbe	November	51,5	51,7
<b>Dienstag, 3. Dezember</b>			
US Gesamte Autoverkäufe	November	16,85 Mio.	16,55 Mio.
EU PPI Industrie ex Baugewerbe (M/M)	Oktober		0,1% / -1,2%
<b>Mittwoch, 4. Dezember</b>			
<b>US ISM-Index Dienstleistungen</b>	<b>November</b>	<b>54,5</b>	<b>54,7</b>
<b>EC Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>Dezember</b>	<b>51,5</b>	<b>51,5</b>
<b>GE Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>Dezember</b>	<b>51,3</b>	<b>51,3</b>
FR Markit PMI Dienstleistungen	Dezember	52,9	52,9
IT Markit/ADACI PMI Dienstleistungen	November	52,0	52,2
CH Caixin PMI Dienstleistungsgewerbe	November	51,2	51,1
CH Caixin PMI	November		52,0
<b>Donnerstag, 5. Dezember</b>			
<b>US Initial Jobless Claims</b>	<b>Woche zum 30.11.2019</b>		<b>213 Tsd.</b>
US Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	November		0,6%
US - ex Transportation	November		0,6%
US Industrieaufträge	Oktober	0,1%	-0,6%
US Handelsbilanz	Oktober	-48,85 Mrd. USD	-52,45 Mrd. USD
GE Auftragseingänge Industrie	Oktober	0,6% M/M / -4,7% J/J	1,3% / -5,4%
EC Einzelhandelsumsätze	Oktober	0% M/M / 2,3% J/J	0,1% / 3,1%
EC BIP	3. Quartal	0,2% Q/Q / 1,2% J/J	0,2% / 1,2%
<b>Freitag, 6. Dezember</b>			
US Großhandelslagerbestände	November	0,2%	0,2%
US Konsumentenkredite	Oktober	15,75 Mrd. USD	9,51 Mrd. USD
<b>US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan</b>	<b>Dezember</b>	<b>97,0</b>	<b>96,8</b>
<b>US Change in Nonfarm Payrolls</b>	<b>November</b>	<b>190 Tsd.</b>	<b>128 Tsd.</b>
<b>US Change in Manufact. Payrolls</b>	<b>November</b>	<b>40 Tsd.</b>	<b>-36 Tsd.</b>
<b>US Arbeitslosenquote</b>	<b>November</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>
US Durchschnittliche Stundenlöhne	November	0,3% M/M / 3% J/J	0,2% / 3%
GE Industrieproduktion	Oktober	0,2% M/M / -3,5% J/J	-0,6% / -4,3%
IT Einzelhandelsumsätze	Oktober		0,69% / 0,9%
FR Handelsbilanz	Oktober		-5550,9 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.