

| Aktuelle Marktentwicklung | | ggü. Vw. |
|---------------------------|---------|----------|
| S&P Future | 3125 | 34,30 |
| 10Y US T-Notes | 1,8 | 0,08 |
| DAX Index | 13082,5 | -153,8 |
| Nikkei | 23354 | -25 |
| Hang Seng | 26498 | 107 |
| Öl (Brent-Future) | 63,4 | 2,25 |
| Gold-Future | 1480 | -2,80 |
| EUR / USD | 1,110 | 0,00 |
| EUR / GBP | 0,845 | -0,01 |
| EUR / JPY | 120,48 | 0,09 |

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 | 1,89 | 1,85 | 1,92 | 2,07 | 2,18 |
| 2J Treasuries | 1,59 | 1,62 | 1,54 | 1,68 | 1,83 |
| 5J Treasuries | 1,62 | 1,68 | 1,60 | 1,75 | 1,89 |
| 10J Treasuries | 1,79 | 1,84 | 1,78 | 1,91 | 2,05 |
| 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 | -0,63 | -0,83 | -0,71 | -0,62 | -0,54 |
| 5J Bundesanleihen | -0,56 | -0,74 | -0,60 | -0,51 | -0,42 |
| 10J Bundesanleihen | -0,30 | -0,52 | -0,39 | -0,28 | -0,19 |

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

| | Aktuell | Mrz. 20 | Jun. 20 | Sep. 20 | Dez. 20 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| USD | 1,11 | 1,12 | 1,12 | 1,09 | 1,08 |
| CHF | 1,09 | 1,12 | 1,12 | 1,10 | 1,08 |
| GBP | 0,84 | 0,87 | 0,87 | 0,86 | 0,86 |
| NOK | 10,14 | 9,40 | 9,30 | 9,20 | 9,00 |
| SEK | 10,52 | 10,20 | 10,10 | 10,00 | 9,90 |
| AUD | 1,62 | 1,65 | 1,62 | 1,56 | 1,54 |
| NZD | 1,69 | 1,75 | 1,72 | 1,65 | 1,62 |
| CAD | 1,46 | 1,44 | 1,45 | 1,41 | 1,38 |
| JPY | 120 | 121 | 123 | 124 | 123 |
| Renminbi | 7,80 | 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

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 Wir bleiben weiterhin der Auffassung, dass sich das globale Wachstumstempo im nächsten Jahr spürbar steigern kann. Basis dieser Einschätzung ist das robuste globale Grundgerüst, das maßgeblich durch den systematischen Aufstieg der asiatisch-pazifischen Region gestützt wird. Darüber hinaus dürfte die – zumindest an binnenwirtschaftlichen Erfordernissen gemessenen – deutlich zu expansive Geldpolitik der US-Notenbank bewirken, dass ohnehin solide aufgestellte private Haushalte vor allem in den USA auch weiterhin kräftig konsumieren. Aber auch in vielen anderen Industrienationen bleibt die private Verschuldung rückläufig, da die Haushalte deutlich weniger ausgeben, als sie jeweils verdienen. Die extrem komfortable Finanzposition geht zwar auch auf die extrem niedrigen Zinsvorgaben der Notenbanken zurück, ist aber auch Ausdruck einer systematisch unterdurchschnittlichen Nachfrage seit der Lehman-Krise. Letztere hat als Krise des Finanzsystems dazu geführt, dass die gesamte Erholung der Industrienationen seit 2009 weit unterdurchschnittlich geblieben ist. Diese Konstellation macht eine „endogene“ d.h. sich aus dem Konjunkturzyklus selbst heraus entwickelnde Rezession zumindest im historischen Längsschnitt sehr unwahrscheinlich.

Mit Blick auf den Handelskonflikt gehen wir weiterhin davon aus, dass zumindest ein Phase-One-Deal gelingt. In diesem Szenario dürften im nächsten Jahr auch viele unsicherheitsbedingte Effekte auslaufen: Viele Unternehmen haben ihre Investitionsentscheidungen zurückgestellt, weil die Perspektiven für das neue internationale Handelsregime zwischenzeitlich vollkommen unberechenbar schienen. Zudem ergäbe eine Einigung naturgemäß eine weitere Entlastung, in der Summe verweisen Modellrechnungen hier auf eine Entlastung bis zur Jahresmitte um 0,2 % Prozentpunkte bis zur Jahresmitte 2020. 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 Wir gehen davon aus, dass die Fed auf ihrer Sitzung nächste Woche die Leitzinsen unverändert lassen wird. Die heimische wirtschaftliche Entwicklung entwickelt sich plangemäß, nun gilt es abzuwarten, wie sich die internationale Entwicklung weiter darstellt. Sollte sich der Welthandel wieder normalisieren, könnte es binnen Jahresfrist zu spürbaren Zuwächsen bei den Preisen für international gehandelte Güter kommen, was auch weltweit eine Reflationierung ermöglichen würde. Bis zuletzt verlief

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

die Lohnentwicklung in den USA gemessen am Auslastungsrad der Volkswirtschaft sehr moderat. Damit profitieren die USA auch weiterhin von einer sehr hohen internationalen Preisdisziplin. Gerade im ausgehenden Jahr dürfte dies aber auch maßgeblich auf die globale Unterauslastung im Zuge des Handelskonfliktes zurückgehen. Solange dies so bleibt, kann es sich die Fed erlauben, weiterhin so expansiv zu bleiben. 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.

Die EZB profitiert derzeit davon, dass sich der Ausblick für Europa etwas stabilisiert hat. Sowohl die Lage als auch die Perspektiven hätten sich im zweiten Halbjahr stabilisiert, das Sentiment klar besser als noch vor zwei oder drei Monaten, erklärte beispielsweise EZB-Vizepräsident de Guindos. Ein No-Deal-Brexit sei erst einmal vom Tisch, und im Handelsstreit zwischen den USA und China gebe es Hoffnung auf ein erstes Teilabkommen. Unter der Führung von Christine Lagarde soll nunmehr der gesamte geldpolitische Ansatz überprüft werden. Bei allem Optimismus ist es für uns schwer vorstellbar, dass die Ergebnisse einen grundlegenden Kurswechsel bewirken: Letztlich dürften die Interessen der Länder, die etwa mit Blick auf die Lage ihrer öffentlichen Finanzen von der Fortsetzung der Politik extrem niedriger Zinssätze abhängig sind, weiterhin maßgeblich bleiben.

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. Bis auf weiteres dürfte die Bank den Kurs weiterer QE-Maßnahmen aber fortsetzen, vor allem sofern der Preisdruck in Europa so gering bleibt. Konkret erwarten wir für die Bunds Renditen um -0,2 % auf Jahressicht.

Credit Spreads

Die Corporate Spreads sind - gemessen am 5-jährigen Markit-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 In der kommenden Woche stehen für uns einmal mehr die Daten aus den USA im besonderen Fokus: Zu Recht liegt das Augenmerk der Fed derzeit auf den Daten zum privaten Konsum, ist dies doch die entscheidende Stütze des Aufschwungs in den USA in Zeiten internationaler Unsicherheit. Mit einer Jahresveränderungsrate von gerade einmal 2,8 % dürfte der private Konsum noch Entwicklungspotential haben – nach unseren Simulationen wäre hier mit Blick auf die gute Entwicklung der Stimmungsindikatoren eine kräftige Beschleunigung zu erwarten. Vor dem Hintergrund der Strukturverschiebungen des Konsumverhaltens („Black Friday“, „Cyber Monday“) sollten die Daten gerade im Vorfeld des Weihnachtsgeschäfts aber zunächst mit großer Vorsicht interpretiert werden. Darüber hinaus stehen für die nächste Woche die Daten zu den Verbraucherpreisen an, welche den Gesamteindruck, eines nur mäßigen Inflationsdrucks bestätigen sollten. Wie ausgeführt, sollte die Fed ihren Kurs fortsetzen, gleiches gilt für die EZB, die ja derzeit ihre Strategie grundsätzlich auf den Prüfstand stellt. In Europa und Deutschland stehen die Daten zum ZEW-Index an. Wir erwarten, dass sich die Stimmung weiter leicht aufgehellt hat, da der Index traditionsgemäß stark mit der Entwicklung der Aktienindices korreliert. Im Ergebnis gehen wir davon aus, dass sowohl der Indikator für Europa als auch jener für Deutschland weiter zulegen kann. Damit reihen sich beide Indikatoren ein in die Phalanx der Konjunkturindices, die seit Beginn des Jahresschlussquartals wieder klar nach oben weisen. Schließlich wählt das Vereinigte Königreich am 12. Dezember das britische Unterhaus. Nach den Umfragen ist davon auszugehen, dass der britische Premierminister Boris Johnson eine Parlamentsmehrheit erringen kann, mit der er den Brexit im Januar vollziehen könnte. Mit Blick auf die Komplexität des Wahlsystems

bleibt aber abzuwarten, ob nicht doch die oppositionellen Parteien die Oberhand behalten, so dass ein erneutes Referendum wieder wahrscheinlicher wird.

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

| | Zeitraum | Schätzung | letzter Wert |
|--|----------------------|------------------------------|---------------------|
| Montag, 9. Dezember | | | |
| CH Geldmenge M2 | November | 8,4% J/J | 8,4% |
| GE Handelsbilanz | Oktober | 19,5 Mrd. EUR | 21,2 Mrd. EUR |
| GE Leistungsbilanz | Oktober | | 25,5 Mrd. EUR |
| GE Exporte | Oktober | -0,5 % M/M | 1,5 % M/M |
| GE Importe | Oktober | 0,0 % M/M | 1,2 % M/M |
| Dienstag, 10. Dezember | | | |
| CH Konsumentenpreise | November | 4,4% J/J | 0,9% / 3,8% J/J |
| CH Erzeugerpreise | November | -1,5% J/J | 0,1% / -1,6% J/J |
| GE ZEW Konjunkturumfrage (Lage / Erwartung) | Dezember | -22 / 0 | -24,7 / -2,1 |
| EC ZEW Konjunkturumfrage (Erwartung) | Dezember | | -1,0 |
| FR Industrieproduktion | Oktober | 0,3% M/M / -0,2% J/J | 0,3% / 0,1% |
| IT Industrieproduktion | Oktober | 0,1% M/M | -0,4% / 1% |
| US Produktivität ex Agrar | 3. Quartal | -0,1% | -0,3% |
| US Lohnstückkosten ex Agrar | 3. Quartal | 3,4% | 3,6% |
| Mittwoch, 11. Dezember | | | |
| US Verbraucherpreisindex | November | 0,2% M/M / 2% J/J | 0,4% / 1,8% |
| US CPI Kernrate | November | 0,2% M/M / 2,3% J/J / | 0,2% / 2,3% |
| US FOMC Zinsentscheidung | | 1,75% | 1,75% |
| Unternehmenstermine: TUI, Inditex | | | |
| Donnerstag, 12. Dezember | | | |
| EC Industrieproduktion | Oktober | -0,2% M/M / -2,2% J/J | 0,1% / -1,7% |
| GE Verbraucherpreisindex | Dezember | -0,8% M/M / 1,1% J/J | -0,8% / 1,1% |
| FR Verbraucherpreisindex | Dezember | 1% J/J | 0,1% / 1% |
| EC EZB-Zinsentscheidung | November | 0,00% | 0,00% |
| US Initial Jobless Claims | Woche zum 07.12.2019 | | 203 Tsd. |
| US Erzeugerpreisindex | November | 0,2% M/M / 1,2% J/J | 0,4% / 1,1% |
| US PPI Kernrate | November | 0,2% M/M / 1,7% J/J | 0,3% / 1,6% |
| Unternehmenstermine: Metro, Bertrandt, Adobe, Oracle | | | |
| Freitag, 13. Dezember | | | |
| IT Auftragseingänge Industrie | Oktober | | 1% / 0,3% |
| GE Großhandelspreise | November | | -0,1% / -2,3% |
| US Lagerbestände | Oktober | 0,2% | 0,0% |
| US Einzelhandelsumsätze | November | 0,4% | 0,3% |
| US - ex Autos | November | 0,4% | 0,2% |
| US Importpreisindex | November | 0,2% M/M | -0,5% / -3% |

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.