

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3325	60,60
10Y US T-Notes	1,8	-0,01
DAX Index	13507,0	23,6
Nikkei	24041	301
Hang Seng	29056	418
Öl (Brent-Future)	64,9	-0,24
Gold-Future	1559	-3,90
EUR / USD	1,111	0,00
EUR / GBP	0,851	0,00
EUR / JPY	122,36	0,71

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Apr. 20	Jul. 20	Okt. 20	Jan. 21
Fed Funds	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
3M-USD-Libor	1,84	1,79	1,85	1,96	2,05
2J Treasuries	1,55	1,66	1,57	1,69	1,80
5J Treasuries	1,61	1,72	1,64	1,75	1,86
10J Treasuries	1,81	1,89	1,81	1,92	2,02
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	-0,59	-0,83	-0,72	-0,64	-0,55
5J Bundesanleihen	-0,52	-0,74	-0,60	-0,52	-0,43
10J Bundesanleihen	-0,22	-0,51	-0,39	-0,29	-0,20

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Apr. 20	Jul. 20	Okt. 20	Jan. 21
USD	1,11	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	9,89	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,54	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,61	1,65	1,62	1,56	1,54
NZD	1,68	1,75	1,72	1,65	1,62
CAD	1,45	1,44	1,45	1,41	1,38
JPY	122	121	123	124	123
Renminbi	7,62	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 Die letzte Woche brachte eine Fortsetzung der eklatanten Stimmungsverbesserung seit dem ersten „Handelsdeal“: Vor allem die US-Börsen markierten neue Höchststände, die Aufwärtsbewegung an der Technologiebörse NASDAQ entfaltete eine Dynamik, die eher an Aufschwungsphasen, denn an Spätphasen einer wirtschaftlichen Expansion erinnert. Aus unserer Sicht bleibt das Fundament dieser Entwicklung in der Tat sehr solide. Die gute Börsenentwicklung spiegelt wider, dass kein Ende des Aufschwungs in den USA erkennbar ist: Ist ein Timing bzw. eine Prognose eines Abschwungs ohnehin schon schwierig, gibt es derzeit eine ganze Reihe von Gründen, warum sich der Aufschwung noch mehrere Jahre fortsetzen dürfte: Nach wie vor bleibt die US-Expansion mit Blick auf die Outputzuwächse unterdurchschnittlich. Solide finanzielle Relationen der privaten Haushalte im Sinne einer viel zu hohen Sparquote in Verbindung mit ultraniedrigen Zinssätzen sind aus unserer Sicht auch weiterhin der Garant dafür, dass der private Konsum weiter robust bleiben wird. Darüber hinaus verweisen die jüngsten Lohndaten aus den USA darauf, dass das Inflations-„Conundrum“ („Rätsel“) Bestand hat: Trotz Rekordbeschäftigung bleibt der Lohndruck in den USA eng begrenzt – zuletzt nahm die Lohndynamik sogar wieder spürbar ab. Diese Entwicklung in Kombination mit dem relativ zum Potentialpfad schwachen Wachstum der Weltwirtschaft insgesamt im letzten Jahr dürfte der Fed auch weiterhin den Spielraum gehen, den Aufschwung - mit einer aus unserer Sicht eigentlich zu expansiven Geldpolitik - weiter zu stützen.

Im Ergebnis steigt zumindest derzeit die Wahrscheinlichkeit, dass die BIP-Schätzungen für die USA signifikant zu niedrig sind: Während der Konsensus von Wachstumsraten um 1,8 % für das Jahr 2020 ausgeht, dürfte das Wachstumstempo aktuell eher bei 2,5 % liegen. Sollte sich diese Entwicklung so fortsetzen, werden wir unsere Projektionen entsprechend anheben. Einen Vorgeschmack auf den Effekt der ersten Verständigung im Handelskonflikt lieferte gestern das vielbeachtete Wirtschaftsbarometer der Federal Reserve von Philadelphia: Der Januar-Wert machte einen regelrechten Satz auf einen Indexstand von 17, signifikant oberhalb des Jahresdurchschnittes des Jahres 2019. Aus unserer Sicht ein weiterer Beleg dafür, dass das wirtschaftliche Momentum in der globalen Leitökonomie derzeit wieder spürbar zulegen kann. Dies sind erfahrungsgemäß auch gute Nachrichten für die anderen Industrienationen.

Im Ergebnis scheint sich unsere Einschätzung zu bewahrheiten, dass die Konstitution der Weltwirtschaft so solide ist, dass die Verminderung der geopoliti-



Prognosen: Wachstum (BIP)

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

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Preise (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	1,3
USA	1,3	2,1	2,4	1,8	2,1
China	1,3	2,1	2,4	2,8	3,1

Frühindikatoren: Europa

	Apr. 19	Jul. 19	Okt. 19	letzter
Markit: Verarb. Gewerbe	47,5	47,6	45,7	46,3
Markit: Dienstleistungen	53,3	53,6	51,6	52,8
EU-Geschäftsklima	0,5	0,2	-0,2	-0,3
Insee-Geschäftsklima	106,9	106,2	105,9	106,4
Konsumentenvertrauen	-6,6	-7,2	-6,5	-8,1

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Apr. 19	Jul. 19	Okt. 19	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	97,9	97,6	94,7	96,3
Markit: Verarb. Gewerbe	44,1	45,0	41,7	43,7
Markit: Dienstleistungen	55,4	55,8	51,4	52,9
Auftragseingänge	108,0	102,3	101,4	100,3
GfK-Konsumklima	10,5	10,1	9,7	9,7

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

schen Risiken eine spürbare Beschleunigung des Wachstums generiert. Es steht daher zu hoffen, dass die US-Administration besonnen bleibt und keine abrupten Kehrtwenden erfolgen. Die Chancen dafür stehen im Wahljahr nicht schlecht. Eine Verminderung der geopolitischen Risiken vorausgesetzt, sollten im laufenden Jahr Wachstumsraten um 3,4 % möglich sein. Jeder Fortschritt vor allem auf der handelspolitischen Ebene begründet Aufwärtsrisiken für diese Projektion.

Zinssätze

Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB an ihrer bisherigen Linie festhalten wird: Zwar wird auch innerhalb der EZB sicherlich wahrgenommen, dass sich der Ausblick für die europäische Konjunktur derzeit wieder spürbar festigt. Grundsätzlich wird eine Notenbank aber abwarten wollen, ob die besseren wirtschaftlichen Perspektiven auch tatsächlich in einer breiten Palette an Indikatoren zum Ausdruck kommen. Dies gilt naturgemäß vor allem für die Inflationsentwicklung, die mit einer Kernrate von zuletzt 1,3% immer noch weit unterhalb des (zumindest bisherigen) Notenbankziels verbleibt. So betonte EZB-Chefvolkswirt Lane jüngst, dass die Kernrate trotz des zwischenzeitlichen Anstiegs immer noch zu niedrig sei.

Schließlich bleibt insbesondere abzuwarten, wie sich die Inflation in Europa auch in einem möglicherweise spürbar besseren makroökonomischen Fahrwasser entwickelt: Wenn schon in den USA kein nachhaltiger Preisdruck aufkommt, obwohl der Arbeitsmarkt seit Langem geräumt ist, kann es durchaus sein, dass die Inflationsentwicklung in Europa ihren Abwärtstrend weiter fortsetzt. Die marktimpliziten Inflationserwartungen haben zuletzt zwar wieder etwas zulegen können, der Abwärtstrend bleibt aber intakt. Vor diesem Hintergrund ist es unwahrscheinlich, dass der EZB-Rat in der kommenden Woche Veränderung mit Blick auf den weiteren geldpolitischen Kurs beschließen wird. Wir bleiben daher der grundsätzlichen Auffassung, dass die EZB b.a.w. keinen Kurswechsel vornehmen wird und ihr Augenmerk auf die Überprüfung der EZB-Strategie ausrichten wird, die bis zum Jahresende 2020 abgeschlossen sein dürfte. Mit Blick auf die Dominanz der Interessen der Länder mit stabilitätspolitischen Problemen bleibt eine geldpolitische Kehrtwende zurück zum Geist der Verträge von Maastricht sehr unwahrscheinlich.

Credit Spreads

Die Corporate Spreads sind - gemessen am 5-jährigen Markit-iTraxx-Europe - zuletzt wieder gesunken und notierten bei unter 45 Basispunkten. Der sich festigende etwas robustere konjunkturelle Ausblick für das Euroland in Verbindung mit der Fortsetzung des ultraexpansiven geldpolitischen Kurses sollte bewirken, dass der Abwärtstrend der Risikoprämien erhalten bleibt. Die nächste Zielgröße bleibt u.E. die Marke von 40 Basispunkten.

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.

Jüngste Prognoseanpassungen

Die kommende Daten-Woche Die kommende Woche steht primär im Zeichen einer konjunkturellen Positionsbestimmung für Europa. Wie oben geschildert, gehen wir davon aus, dass sich die Entspannung im Handelskonflikt positiv auf die Stimmung der Unternehmen im Euroraum auswirkt. So sollte der Rücksetzer des Markit-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe einer Gegenbewegung weichen – wir erwarten per Jahresanfang einen Indexstand um 47 Zähler und sind damit deutlich optimistischer als der Konsensus mit einer Erwartung von 46,7 Indexpunkten. Gleichmaßen dürfte der entsprechende Indikator für den Dienstleistungssektor gestiegen sein, da eine europaweite Stabilisierung in der Industrie naturgemäß auch stabilisierend auf den Dienstleistungssektor wirken sollte. Daher dürfte sich die jüngste Aufwärtstendenz fortsetzen können, konkret erwarten wir einen Indexstand von knapp unter 53 Indexzählern. Seitens der EZB wird wie oben geschildert wenig Neues zu vermelden sein, der EZB-Rat wird hier nicht von seiner abwartenden Haltung abweichen, auch da sich die manifeste konjunkturelle Lage bislang kaum verändert hat. Das Verbrauchervertrauen in der Eurozone sollte sich unterdessen weiterhin überdurchschnittlich entwickelt haben, eine weitere Festigung ist aber zumindestv bislang noch nicht erkennbar. Die Datenagenda in den USA ist derweil ungewöhnlich überschaubar. Die Daten vom Immobilienmarkt in Form der verkauften Bestandsimmobilien dürften weiter angezogen haben: Der Konsensus erwartet hier einen spürbaren Zuwachs von 5,35 Mio. im November auf 5,45 Mio. im Dezember – den fortgesetzt extrem niedrigen Zinsen sei Dank. Schließlich sollten die wöchentlichen Neuansprüche eine weiterhin robuste Arbeitsmarktentwicklung anzeigen.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 20. Januar			
GE Erzeugerpreise	Dezember	0% M/M / -0,3% J/J	0% / -0,7%
Dienstag, 21. Januar			
GE ZEW Konjunkturumfrage (Lage / Erwartung)	Januar	-12,3 / 13	-19,9 / 10,7
EC ZEW Konjunkturumfrage (Erwartung)	Januar		11,2
Jahrestagung des Weltwirtschaftsforums in Davos (21.-24.1.)			
Mittwoch, 22. Januar			
FR Geschäftsklimaindex	Januar	101,2	101,8
IT Auftragseingänge Industrie	November		0,6% / -1,5%
US Verkäufe bestehender Häuser	Dezember	5,43 Mio.	5,35 Mio.
Donnerstag, 23. Januar			
EC Verbrauchervertrauensindex	Januar	-8	-8
EC EZB-Zinsentscheidung	Januar	0,00%	0,00%
US Initial Jobless Claims	Woche zum 18.01.2020		204 Tsd.
US Index der Frühindikatoren	Dezember	-0,2%	0,0%
Freitag, 24. Januar			
BE Geschäftsklimaindex	Januar	-3,3	-3,4
EC Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Januar	46,7	46,3
GE Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	Januar	44,5	43,7
GE Markit PMI Dienstleistungen	Januar	53,0	52,9
GE Importpreisindex	Dezember	0,4% M/M / -0,7% J/J	0,5% / -2,1%
FR Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Januar	50,4	50,4
EC Markit PMI Dienstleistungen	Januar	52,8	52,8
FR Markit PMI Dienstleistungen	Januar	52,1	52,4

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.