

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2646	-88,60
10Y US T-Notes	3,1	0,00
Nikkei	21647	-157
Hang Seng	25928	-256
Öl (Brent-Future)	61,9	-4,88
Gold-Future	1224	8,60
EUR / USD	1,138	0,00
EUR / GBP	0,885	0,00
EUR / JPY	128,33	-0,49

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Feb. 19	Mai. 19	Sep. 19	Dez. 19
Fed Funds	2,25	2,25	2,50	2,75	3,00
3M-USD-Libor	2,68	2,68	2,81	3,07	3,27
2J Treasuries	2,82	3,04	3,04	3,30	3,56
5J Treasuries	2,89	3,18	3,16	3,38	3,59
10J Treasuries	3,06	3,36	3,34	3,49	3,64
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,32	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
2J Bundesanleihen	-0,58	-0,78	-0,56	-0,40	-0,23
5J Bundesanleihen	-0,24	-0,29	-0,09	0,07	0,23
10J Bundesanleihen	0,35	0,54	0,60	0,80	0,89

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Feb. 19	Mai. 19	Sep. 19	Dez. 19
USD	1,14	1,16	1,15	1,13	1,12
JPY	128	132	132	131	130
GBP	0,89	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,50	1,49	1,48	1,46	1,44
AUD	1,57	1,59	1,55	1,52	1,49
NZD	1,67	1,71	1,69	1,64	1,60
CHF	1,13	1,15	1,14	1,12	1,11
NOK	9,73	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,30	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,90	8,00	7,94	7,68	7,39

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Research
Dr. rer. oec. Jan Bottermann
Chefvolkswirt
Email: jan.bottermann@national-bank.de
Tel.: 0201 8115 553

Institutionelle Kundenbetreuung
Thorsten Heisig
Berd Andersen
Alexander Scharpenack-Engels
Tel.: 0201-8115 126
Tel.: 0201 8115 120
Tel.: 0201 8115 122

Zins- und Währungsmanagement
Thilo Voss
Arndt Meiswinkel
Thi Hong Tham Nguyen
Tel.: 0201 8115 414
Tel.: 0201 8115 391
Tel.: 0201 8115 427

Private Banking/Wealth Management:
[Ihre Ansprechpartner](#)

Wachstum Nach wie vor dominiert die Unsicherheit über den Handelskonflikt ein u.E. im Kern weiterhin robustes weltwirtschaftliches Gesamtbild. Zwar blieben die Aktienmärkte im Korrekturmodus, die Abschlüsse bei den Frühindikatoren weltweit halten sich aber weltweit noch im Rahmen. Aus heutiger Sicht kann der Weltwirtschaftszyklus der Neuordnung des weltweiten Handelssystems mit weiterhin überdurchschnittlichen Wachstumsraten also widerstehen.

Zinssätze Mit der weiteren Zunahme der Kapazitätsauslastung in den Industrienationen wird an den internationalen Rentenmärkten die Rückführung der expansiven Geldpolitik zunehmend spürbar werden. Der Zinstrend an den internationalen Rentenmärkten wird daher auch in den kommenden Jahren grundsätzlich aufwärts gerichtet bleiben. Die Lage für den euroorientierten Rentenanleger ist damit weiterhin schwierig: Das Renditeniveau blieb bis zuletzt extrem niedrig und die Zinssätze könnten im Jahresverlauf umso stärker steigen. Was steht also für 2019 zu erwarten und was folgt daraus für die Anlagestrategie? Die Antwort hängt natürlich maßgeblich an der Prognose der – auch internationalen – Zinsentwicklung.

Aufgrund der traditionell hohen Integration der transatlantischen Kapitalmärkte bilden hier vor allem die US-Rentenmärkte einen ersten Beurteilungsmaßstab: Im Rahmen der Lehman-Krise und dem Inkraftsetzen des QE-Programms seitens der US-amerikanischen Notenbank sanken die kürzerfristigen Realzinsen im Verlauf des Jahre 2011 auf das Rekordminus von -2,0 %. Seit nunmehr über fünf Jahren steigen sie wieder an: Ein gleichgewichtiger zweijähriger nomineller Zinssatz könnte in den USA nach unseren Simulationen durchaus bei Werten um 3,8 % liegen; die zehnjährigen Renditen lägen dann bei gegebener Steilheit der Zinsstrukturkurve bei rund 4 %. Das wäre im historischen Längsschnitt immer noch weit unterdurchschnittlich. Vor dem Hintergrund unserer Einschätzung, dass die US-Wirtschaft zumindest in der Expansionsphase bleibt, halten wir es für immer wahrscheinlicher, dass die US-Renditen im Laufe dieses Weltwirtschaftszyklus an die Vor-Lehman-Zeit anknüpfen können. Wir glauben allerdings nicht, dass diese Werte bereits im Jahr 2019 erreicht werden können. Für das Jahresende erwarten wir Renditen – deutlich über Konsensus – um 3,6 %.

Für die europäischen Rentenmärkte kommt damit die große Frage auf, wie das europäische Zinsgefüge auf einen Zinsanstieg von weiteren 50-60 Basispunkten in den USA reagiert. Eine solche Entkopplung wie in den letzten zwei Jahren hat es im transatlantischen Zinsgefüge in den letzten 30 Jahren nicht gegeben. Aus unserer Sicht wird dies nur dann erklärbar, wenn man mit Blick auf die Erwartung der Märkte bezüglich des weiteren Zentralbankkurses einen Paradigmenwechsel unterstellt – der da lautet: Die EZB wird die Geldpolitik auf lange Jahre vom internationalen Trend abkoppeln (müssen). Damit wird die Entwicklung der Zinssätze in Europa erstmals seit Jahrzehnten eine Größe,



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

die auch maßgeblich von der weiteren politökonomischen Entwicklung abhängt. Wie oben argumentiert, sind von der EZB eher symbolische Schritte zu erwarten. Wenn sich an der Erwartungshaltung der Kapitalmärkte mit Blick auf den längerfristigen geldpolitischen Kurs der Eurozone nichts ändert – und davon gehen wir aus – wird das Zinsniveau in Europa zumindest im kommenden Jahr voraussichtlich erst in über einem Jahr an die 1%-Marke heranreichen. Das kommt – von den aktuellen Niveaus her gesehen - zwar einer Verdopplung des Zinsniveaus gleich, ist aber im internationalen Vergleich immer noch sehr wenig. Der weitere Verlauf wird dann auch maßgeblich von der Frage abhängen, wie sich der Handelskonflikt, der Brexit und die Lage in Italien weiter entwickelt.

Aus unserer Sicht wird das Euroland bis zum Jahre 2020 mit Sicherheit weiter wachsen. Die Dynamik wird aber voraussichtlich nicht ausreichen, um den Inflationstrend nachhaltig anzuheben: Wir können nach wie vor nicht erkennen, dass sich die europäischen Kernpreiskursen auf Sicht der kommenden 18 Monate deutlich oberhalb der Marke von 1,5 werden etablieren können. Die strukturellen Probleme werden zudem bewirken, dass die EZB die Zinsen auf einem relativ niedrigen Niveau belassen muss. Aus unserer Sicht, verwies der Verlauf der Frühindikatoren darauf, dass eine Wachstumsverlangsamung in Europa immer wahrscheinlicher wird, insbesondere da der konjunkturelle Nachholbedarf allmählich nachlässt und keine Eigendynamik zu erwarten ist. Vor diesem Hintergrund senken wir unsere Zinsprognose für die 10-jährigen Staatsanleihen auf 0,9 % auf Jahressicht. Die Prognose für die US-Zinssätze lassen wir unverändert bei 3,6 %.

Devisenmärkte Der US-Dollar hat sich zuletzt noch stärker gezeigt als wir erwartet hatten. Die Hintergründe sind vor allem die sich weiter akzentuierenden Divergenzen im Zins- bzw. Leitzinspfad: Mehr und mehr stellen die Märkte die Zinswende in Europa in Frage, mehr und mehr erweist sich der US-Aufschwung als robuster als von vielen erwartet. Weiterhin spielt natürlich eine Rolle, dass die Europäer im globalen Schlagabtausch des Handelskrieges am verwundbarsten sind. Auch die innereuropäischen Krisenherde haben bewirkt, dass der Euro in risk-off-Situationen zum schwächeren Glied bei den führenden Weltwährungen geworden ist. Da sich unsere Einschätzung mit Blick auf den konkreten Wachstumspfad in Europa zu bewahrheiten scheint, heben wir unsere Dollarkursprognose auf Kurse um 1,12 auf Sicht eines Jahres an. Vor dem Hintergrund unserer Einschätzung, dass die Märkte die Risiken derzeit überzeichnen, rechnen wir beim Wechselkurs zunächst mit einer Gegenbewegung, die im weiteren Verlauf bis auf Kurse um 1,16 reichen könnte. Auf Jahressicht sollte EURUSD dann bei Kursen um 1,12 auslaufen. Jenseits des Jahres 2019 halten wir es aus heutiger Sicht für wahrscheinlicher, dass der US-Dollar auch über die Marke von EURUSD 1,12 weiter aufwerten kann. Dies hängt dann vor allem auch von der konkreten Entwicklung der politischen Rahmenbedingungen in Europa ab.

Der Handelskonflikt zwischen China und den USA hat tiefe Spuren im internationalen Währungsgefüge hinterlassen. So ist es durch die Zölle bzw. der diesbezüglichen Drohungen auf chinesische Waren zu einer spürbaren Abwertung des Renminbi (CNY) gekommen. Da der Renminbi die regionale Leitwährung Asiens ist, hat dies auch große Wirkungen auf die asiatisch bestimmten Währungen des Dollarblocks. Was hier auffällt ist, dass diese Währungen sogar noch stärker als der Renminbi gegenüber den anderen Währungen abgewertet haben, was aus unserer Sicht die fundamentale langfristige Stärke des Renminbi noch einmal unterstreicht. Der Schlüssel zur weiteren Entwicklung im asiatischen Dollar-Block liegt also vor allem im Fortgang des Handelskonfliktes bzw. der Reaktion des Renminbi-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar darauf. Wir gehen zwar davon aus, dass der Konflikt noch länger weiter schwelen wird. Insofern könnte der asiatisch geprägte Dollarblock zunächst noch unter Druck bleiben. Längerfristig sollte der Renminbi seinen langfristigen Aufwärtstrend, zumal in der handelsgewichteten Betrachtung, gegenüber dem US-Dollar und anderen Weltwährungen dann aber wieder aufnehmen können. Da dies wesentlich eine politische Frage ist, kann dies noch geraume Zeit dauern und entzieht sich weitgehend einer exakten Prognose. Wir erwarten aber schon, dass es im Laufe des nächsten Jahres zu ersten Ansätzen einer Kehrtwende kommt, wenn die Dynamik in Asien wieder stärker wird. Für die Cross-Rates gegenüber dem Euro heißt dies, dass wir an unseren Kurszielen grundsätzlich festhalten, deren Erreichung sich aber weiter verzögert. Wir sehen EURCNY auf Jahressicht bei Kursen um 7,4. Die neuen Kursziele können der obigen Währungstabelle entnommen werden.

Jüngste Prognoseanpassungen Auf Jahressicht sollte EURUSD bei Kursen um 1,12 auslaufen. Jenseits des Jahres 2019 halten wir es aus heutiger Sicht für wahrscheinlicher, dass der US-Dollar auch über die Marke von EURUSD 1,12 weiter aufwerten kann. Dies hängt dann vor allem auch von der konkreten Entwicklung der politischen Rahmenbedingungen in Europa ab. Wir sehen EURCNY auf Jahressicht bei Kursen um 7,4. Die neuen Kursziele können der obigen Währungstabelle entnommen werden.

Die kommende Daten-Woche Den Wochenaufakt bildet am Montag der Ifo-Indikator. Wir erwarten mit dem Markt ein weitere Ermäßigung dieses so wichtigen Barometers getrieben aber weiterhin auch von den Sonderfaktoren mit Blick auf die deutsche Automobilindustrie. Das Gleiche gilt für die Batterie der Stimmungsindikatoren für das Euroland,

die am kommenden Mittwoch veröffentlicht werden: Aus unserer Sicht dürften die gesamteuropäischen Frühindikatoren weiterhin im Sinkflug bleiben. Dieser Prozess dürfte aber nur allmählich von statten gehen: Einen veritablen Einbruch der Wirtschaftsentwicklung halten wir für unwahrscheinlich. Die Preisdaten für das Euroland sollten zum Wochenausklang belegen, dass der Preisdruck im Rahmen bleibt: Wir können nach wie vor nicht erkennen, dass sich die europäischen Kernpreisen auf Sicht der kommenden 18 Monate deutlich oberhalb der Marke von 1,5 % werden etablieren können. Vor diesem Hintergrund halten wir die diesbezüglichen Projektionen der EZB für zu hoch.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 26. November			
GE	ifo Geschäftsklimaindex (Lagebeurteilung / E November)	102,2 (105,2 / 99,2)	102,8 (105,9 / 99,8)
Dienstag, 27. November			
FR	Verbrauchervertrauensindex	November	94
IT	Geschäftsklimaindex	November	103,9
IT	Verbrauchervertrauensindex	November	115,8
US	Verbrauchervertrauensindex des Conf. Board	November	136,0
GE	Einzelhandelsumsätze	Oktober	0,2% M/M
			0,1% / -2,6%
Mittwoch, 28. November			
IT	PPI Manufacturing	Oktober	0,4% / 5,6%
EC	M3-Geldmengenwachstum	Oktober	3,5% / 4%
US	Großhandelslagerbestände	Oktober	0,5%
US	US-BIP	3. Quartal	3,6%
US	Privater Konsum	3. Quartal	3,5%
US	BIP-Deflator	3. Quartal	1,7%
US	Verkäufe neuer Häuser	Oktober	581,5 Tsd.
			553 Tsd.
Donnerstag, 29. November			
FR	BIP	3. Quartal	0,4% / 1,5%
GE	Arbeitslosenrate (sa)	November	5,1% J/J
EC	Verbrauchervertrauensindex	Dezember	-4
EC	Industrievertrauensindex	November	2
EC	Wirtschaftsvertrauensindex	November	109,0
EC	Dienstleistungsvertrauensindex	November	13
GE	Verbraucherpreisindex	November	0,2% M/M / 2,4% J/J
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 24.11.2018	224 Tsd.
US	Persönliche Einkommen	Oktober	0,4%
US	Persönliche Ausgaben	Oktober	0,4%
US	PCE Deflator	Oktober	2,1% J/J
US	PCE Deflator Kernrate	Oktober	0,2% M/M / 1,9% J/J
			0,15% / 2,0%
Freitag, 30. November			
CH	PMI verarbeitendes Gewerbe	November	50,2
CH	PMI Dienstleistungsgewerbe	November	53,8
FR	Verbraucherpreisindex	November	0,1% / 2,2%
FR	Erzeugerpreisindex	Oktober	0,3% / 3,6%
IT	Verbraucherpreisindex	November	0% / 1,6%
EC	CPI-Schätzung	November	2,1% J/J
EC	Arbeitslosenrate	Oktober	8,1% J/J
IT	BIP	3. Quartal	0% Q/Q / 0,8% J/J
US	Chicago Einkaufsmanagerindex	November	58,5
			58,4

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.