

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2696	-8,50
10Y US T-Notes	2,6	-0,04
Nikkei	20333	-455
Hang Seng	27946	415
Öl (Brent-Future)	61,6	-1,33
Gold-Future	1313	-9,10
EUR / USD	1,132	-0,01
EUR / GBP	0,876	0,00
EUR / JPY	124,43	-1,03

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Mai. 19	Aug. 19	Nov. 19	Feb. 20
Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
3M-USD-Libor	2,74	2,80	2,89	3,06	3,20
2J Treasuries	2,47	2,59	2,70	2,88	3,06
5J Treasuries	2,45	2,63	2,76	2,94	3,13
10J Treasuries	2,64	2,79	2,93	3,11	3,28
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	-0,58	-0,48	-0,40	-0,31	-0,23
5J Bundesanleihen	-0,36	-0,22	-0,10	0,00	0,09
10J Bundesanleihen	0,11	0,31	0,41	0,53	0,62

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Mai. 19	Aug. 19	Nov. 19	Feb. 20
USD	1,13	1,16	1,15	1,13	1,12
JPY	124	132	132	131	130
GBP	0,88	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,51	1,49	1,48	1,46	1,44
AUD	1,60	1,59	1,55	1,52	1,49
NZD	1,68	1,71	1,69	1,64	1,60
CHF	1,13	1,15	1,14	1,12	1,11
NOK	9,76	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,51	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,64	8,00	7,94	7,68	7,39

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** Ausgehend von der der robusten fundamentalen Lage in den USA hellen sich die Perspektiven für die Weltwirtschaft derzeit weiter auf – sowohl in Europa als auch in Asien. Nach wie vor kommt allerdings der US-Konjunktur die zentrale Bedeutung zu. Derzeit sind die USA die einzige Volkswirtschaft, von der nennenswerte wirtschaftlich stabilisierende Effekte auf die anderen Volkswirtschaften ausgehen.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass der Aufschwung in den USA noch mehr Atem hat, als derzeit allgemein angenommen: Die meisten Modelle etwa zur Ermittlung der Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA verwenden die Steilheit der Zinsstrukturkurve als wichtigen Inputfaktor. Die Bilanzverlängerung der Fed um Faktor 4 hat allerdings eine solche Verzerrung des Zinsgefüges mit sich gebracht, dass hier mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ein Strukturbruch vorliegt: In summa waren die Maßnahmen der Fed seit 2008 so gewaltig und auch so einzigartig, dass das langfristige Zinsniveau in den USA um bis zu 100 Basispunkte nach unten verzerrt sein dürfte. Dass eine solche Niveaushiftung durchaus wahrscheinlich ist, ergibt sich auch aus der Kreuzpeilung mit den Hauptkomponenten ganzer Batterien von Frühindikatoren für die verschiedenen Sektoren der US-Volkswirtschaft. Im Ergebnis ist es höchstwahrscheinlich, dass die Indikation durch die US-amerikanische Zinsstrukturkurve schon allein aus der binnenwirtschaftlichen Perspektiven heraus irreleitend ist. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass die Integration der Kapitalmärkte weltweit selbst auf dem hinsichtlich der Tiefe alles überragenden US Kapitalmarkt einer Vielzahl externer Effekte Tür und Tor geöffnet hat. Zudem wird auch der Kurs der Fed immer stärker von globalen Überlegungen bestimmt, ferner spiegeln die langfristigen Zinssätze in den USA eben auch den Umstand wider, dass die meisten Industrienationen zumindest noch weit entfernt sind vom geldpolitischen Normal-Null. Im Ergebnis ist es sehr wahrscheinlich, dass sich aus der amerikanischen Zinsstrukturkurve derzeit keine valide Indikation für einen drohenden Abschwung ableiten lässt.

Das Hauptargument für eine Fortsetzung der US-Expansion ist aus unserer Sicht hingegen 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 noch über Jahre bewirken, dass der private Konsum die zentrale Stütze der Konjunktur bleibt. Demgegenüber hat die mittlerweile wieder höhere Verschuldung im US-Unternehmerlager nach unserer Einschätzung nur wenig Aussagekraft. Im Gegenteil lässt die Indikation für die Investitionen derzeit auf eine wei-

terhin robuste konjunkturelle Entwicklung in der mittleren Frist schließen. Als Intuition mag hierbei dienen, dass die Unternehmen ihre finanzielle Struktur fest im Griff und gleichzeitig offenkundig ein feines Gespür dafür haben, ob sich ihre Investitionen noch lohnen werden. Besonders aufschlussreich ist schließlich, dass sich auch die verschiedenen Konzepte bzw. Abgrenzungen der Arbeitslosigkeit unserer Erfahrung nach kaum für eine Vorhersage einer Rezession eignen. Sicherlich hat die Tragweite des US-Zyklus mit Blick auf die Räumung des Arbeitsmarktes spürbar abgenommen. Ein konkretes Verfallsdatum des Aufschwungs lässt sich aber nicht ableiten. Aus unserer Sicht verweisen die Daten demgegenüber ungewöhnlich klar darauf, dass eine US-Rezession auf Sicht der kommenden 2 Jahre sehr unwahrscheinlich ist. Damit steigen die Chancen, dass sich die Dynamik in den anderen Wirtschaftsregionen wieder erholen kann.

Dreh- und Angelpunkt für den Ausblick des asiatisch-pazifischen Raums bleibt dabei die Entwicklung in China. Die Einkaufsmanagerindices für die Industrie haben sich zuletzt stabilisiert, allerdings weiterhin gedämpft vom Exportsektor. Demgegenüber profitiert die chinesische Konjunktur von der Fortsetzung der stärkeren Binnenorientierung im Land der Mitte: So konnte sich der Einkaufsmanagerindex für das Dienstleistungswerbe zu Jahresbeginn von 53,8 auf 54,7 Punkte befestigen. Mehr und mehr wird die Wirtschaft vom privaten Konsum und den Dienstleistungen getragen, während die Industrieproduktion sowie Infrastrukturinvestitionen allmählich an Bedeutung verlieren. Dies zeigt aus unserer Sicht, dass das Potential des Landes weiterhin enorm ist: Nachdem die massiven Investitionen in die Infrastruktur das Wachstum über Dekaden getragen hat, werden jetzt die Unterschiede beim Lebensstandard nivelliert – und die sind nach wie vor enorm: Gemessen etwa am pro-Kopf-Einkommen besteht noch Nachholbedarf in einer Größenordnung von Faktor 4-7 im Vergleich zu den verschiedenen Industrienationen. Im Ergebnis bleibt der Ausblick robust, die Indikation der Frühindikatoren verweist u.E. immer deutlicher darauf, dass die Talsohle für den wirtschaftlichen Ausblick in der asiatisch-pazifischen Region Bereich durchmessen sein dürfte. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Wachstumsprojektionen des IWF von 6,3 % im laufenden Jahr möglicherweise sogar noch übertroffen werden könnten.

Aus der konjunkturellen Sicht wird auch das Euroland wieder mehr Impulse vor allem aus Asien erhalten. Seit Jahresanfang hat sich der Ausblick auch hier wieder verbessert. Diese zyklische Aufwärtsbewegung ist aber mit den strukturellen Problemen in Europa zu saldieren. Wir trauen der Eurozone im weiteren Verlauf – relativ zum eigenen Potentialpfad, also nicht in absoluter Rechnung – spürbar weniger Dynamik zu als den USA: Die Nachholeffekte aus der „verlorenen Dekade“ seit der Lehman-Krise dürften allmählich abklingen und damit die strukturellen Wachstumsschwächen der Eurozone immer deutlicher zu Tage treten. Ein maßgeblicher Faktor dürfte hierbei die allmähliche Abnahme der Zuwächse beim Lohnvolumen sein. Bei gesamt-europäischen Arbeitslosenquoten von mittlerweile unter 8 % dürften die Zuwächse der Beschäftigung allmählich abnehmen. Wir erwarten daher, dass die EU-Expansion – auch dank einer eigentlich realwirtschaftlich nicht mehr angemessenen ultraexpansiven Geldpolitik – intakt bleibt, der unterliegende Trend aber allmählich schwächer wird. Im Ergebnis ist die Indikation für die Weltwirtschaft derzeit mit rund 3,6 % etwas schwächer als noch im Schlussquartal 2018 – der Ausblick wird derzeit aber wieder stetig besser, so dass unsere Prognose von 3,8 % Weltwirtschaftswachstum für das Jahr 2019 weiter erreichbar sind. Mit Blick auf die Kapitalmärkte dürfte dies bewirken, dass sich das „risk-on“ vor allem auf den US-Märkten weiter fortsetzen dürfte!

**Zinssätze** Die Fed hat auf der letzten Sitzung eine Zinspause signalisiert: Bei robuster Konjunktur sieht das FOMC das aktuelle Zinsniveau als angemessen an. Eine unverändert moderate Inflationsentwicklung sowie die wirtschaftlichen Risiken außerhalb der USA waren hierbei laut FOMC maßgeblich. Wir würden bei der Interpretation der Entscheidung nach wie vor eher die globalen Risiken denn eine nahende binnenwirtschaftliche Schwächephase als für diesen geldpolitischen Kurswechsel ausschlaggebend erachten: Das US-Leitzinsniveau ist eben der zentrale geldpolitische Parameter weltweit, so dass hier auch eine globale Zinsvorgabe gemacht werden muss. Binnenwirtschaftlich wären aus der Sicht gängiger geldpolitischer Modelle weitere Zinsschritte durchaus angemessen, wie sie ja noch im November letzten Jahres das Mehrheitsszenario waren. Wenn die Weltwirtschaft also wieder stärker tritt fasst, wird auch die Fed ihren Zinszyklus fortsetzen. Daher erwarten wir, dass der Zinszyklus der Fed noch lange nicht abgeschlossen ist. Für das Jahresende 2019 gehen wir weiterhin von einem spürbaren Anstieg der Renditen auf Werte um 3,3 % auf Sicht der kommenden 12 Monate aus.

Mit Blick auf die Zinsentwicklung in Deutschland und Europa erwarten wir, dass sich die derzeitige Entkoppelung der Zinssätze fortsetzt ggf. sogar noch weiter akzentuiert. Gemäß klassischer geldpolitischer Regeln hätte die Zinswende in Europa spätestens im letzten Jahr erfolgen müssen. Die Geldpolitik in Europa folgt damit immer mehr einer politischen Logik, die gesamteuropäische wirtschaftliche Indikation wird immer stärker in den Hintergrund gedrängt. Auf der anderen Seite gehen wir schon davon aus, dass die EZB froh wäre, wenn Sie mit einer kosmetischen Zinswende wenigstens das Gesicht wahren könnte. Nach unseren Simulationen dürfte der unterliegende Preistrend in Europa auf Sicht der nächsten 12 Monate um rund 30 Basispunkte anziehen, was einem geldpolitischen Zinsänderungsbedarf von rund 25 Basispunkten entspricht. Wenn das Wachstum robust bleibt, könnte es dies der EZB ermöglichen, zumindest einen ersten kosmetischen Zins Schritt vorzunehmen. Mit Blick auf unsere Zinsprognose nehmen wir die Diskussionen innerhalb der EZB um weitere expansive Impulse in Form neuer Tender sowie das jüngste signifikante Absacken der gesamten Zinsstrukturkurve zum Anlass, unsere Zinsprognose abermals nach unten zu adjustieren. Auf Jahressicht ist trotz der u.E. auch weiterhin aufwärtsgerichteten Kräfte an den internationalen Kapitalmärkten ein weit unterdurchschnittliches Renditeniveau um 0,6 % für 10-jährige Bundesanleihen zu erwarten.

**Credit Spreads** Die Risikoprämien in Europa sind im Verlauf der letzten Woche in der Tendenz weiter gesunken. Aus unserer Sicht geht dies auf die allgemeine Verbesserung der konjunkturellen Perspektiven weltweit zurück. Gestützt wird der Ausblick für die europäischen Credit Spreads natürlich auch durch die weiterhin sehr expansive Geldpolitik: Die Märkte wissen, dass sie sich in der aktuellen politischen Konstellation in der EZB und in Europa auf eine alimentierende Geldpolitik verlassen können. Dies würde sich u. E. grundsätzlich nur ändern, wenn die deutsche Europapolitik einen grundlegenden Kurswechsel vornehmen würde – und dieser ist weiterhin nicht in Sicht. Im Ergebnis gehen wir mit Blick auf die Spreads weiterhin von einer Seitwärtsbewegung auf den aktuellen Niveaus aus. Die Tendenz auf die kurze Frist dürfte mit Blick auf die Credit Spreads aber weiter abwärts – im Sinne des „risk-on“ – gerichtet sein.

**Devisenmärkte** Die US-Dollar hat zuletzt wieder Boden gutmachen können und notierte zuletzt mit Kursen um 1,1340 wieder spürbar fester. Obgleich wir auf die längere Frist von einer weiteren Aufwertung ausgehen – und perspektivisch auch Kurse jenseits der Marke von 1,12 für möglich halten, dürfte der US-Dollar u.E. zumindest zunächst eher wieder in sein altes Kursband von 1,4-1,16 zurückfinden, das den fundamentalen gleichgewichtigen Devisenkursen, die sich aus unseren Simulationsmodellen ergeben, eher entspricht. Ein Belastungsfaktor für den US-Dollar ist dabei, dass der Markt seit Q3 2018 drei ganze Schritte der Fed nach oben ausgepreist hat, ein Trend, der sich aus unserer Sicht wieder umkehren wird. Wenn die Fed ihren Kurs dann weiter fortsetzt, dürfte die Gegenbewegung beim US-Dollar einsetzen. Auf Jahressicht sehen wir EURUSD weiterhin bei Kursen um 1,12.

**Jüngste Prognoseanpassungen** Aufgrund der vorsichtigeren Haltung der Fed senken wir unsere Prognose für die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA aber marginal auf Werte um 3,3 % auf Sicht der kommenden 12 Monate.

**Die kommende Daten-Woche** Die nächste Woche bringt in den USA insbesondere die Daten zur Inflation. In der Summe bleibt der Preisdruck in den USA weiterhin relativ moderat, obgleich die Lohndynamik zuletzt stärker angezogen ist – ein Prozess, den die Fed aufs engste im Auge behalten muss und wird. Auf den Vorstufen der Produktion hat sich in den letzten Monaten aber wieder etwas Entspannung abgezeichnet. Solange die Kernpreistraten um die 2%-Marke oszillieren, kann die Fed recht entspannt bleiben. Die US-Industrieproduktion könnte zum Jahresbeginn etwas schwächer tendieren, was auch auf einen Basiseffekt zurückgeht. Der Einzelhandelsumsatz dürfte im Dezember stagniert haben, was auf die Effekte des Preisverfalls beim Benzinpreise zurückzuführen ist. Wir sind weiter sehr optimistisch was den privaten Konsum angeht. Insofern gehen wir auch davon aus, dass sich das Verbrauchervertrauen zum Wochenausklang wieder spürbar festigen kann und wird. In Deutschland werden die Daten zum Schlussquartal 2018 gemeldet. Nach dem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in Q3 dürfte die Wirtschaft hier wieder gewachsen sein. Wir rechnen mit dem Konsensus mit einem Anstieg gegenüber Vorquartal von 0,2%. Jenseits der Sondereffekte aus der Automobilindustrie dürfte die deutsche Wirtschaft im Verlauf des Sommerhalbjahres eine spürbar höhere Grunddynamik aufweisen als zuletzt.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert	
<b>Montag, 11. Februar</b>				
keine relevanten Daten!				
<b>Dienstag, 12. Februar</b>				
keine relevanten Daten!				
<b>Mittwoch, 13. Februar</b>				
EC	Industrieproduktion	Dezember	-0,2% M/M	-1,7% M/M
US	Verbraucherpreise	Januar	0,1% M/M (1,5% J/J)	-0,1% M/M (1,9% J/J)
US	Verbraucherpreise (Kernrate)	Januar	2,1% J/J	2,2% J/J
<b>Donnerstag, 14. Februar</b>				
CH	Importe	Januar	-11,0% J/J	-7,6% J/J
CH	Exporte	Januar	-2,7% J/J	-4,4% J/J
EC	BIP	Q4	0,2% Q/Q (1,2% J/J)	0,2% Q/Q (1,2% J/J)
GE	BIP	Q4	0,2% Q/Q (0,8% J/J)	-0,2% Q/Q (1,1% J/J)
US	Erstanträge Arbeitslosenhilfe	Woche zum 09.02.2019		234 Tsd.
US	Produzentenpreise	Januar	0,1% M/M	-0,2% M/M
US	Produzentenpreise (ex Nahrung/Energie)	Januar	2,5% J/J	2,7% J/J
US	Einzelhandelsumsatz	Dezember	0,1% M/M	0,2% M/M
<b>Freitag, 15. Februar</b>				
US	Industrieproduktion	Januar	0,1% M/M	0,2% M/M
US	Verbrauchervertrauen Uni Michigan	Februar	94,0	91,2

**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.