

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3341	113,40
10Y US T-Notes	1,6	0,10
DAX Index	13530,1	548,1
Nikkei	23828	623
Hang Seng	27404	1,092
Öl (Brent-Future)	55,2	-2,98
Gold-Future	1571	-22,70
EUR / USD	1,096	-0,01
EUR / GBP	0,847	0,01
EUR / JPY	120,34	0,17

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Mai. 20	Aug. 20	Nov. 20	Feb. 21
Fed Funds	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
3M-USD-Libor	1,74	1,70	1,75	1,87	1,96
2J Treasuries	1,42	1,57	1,48	1,60	1,71
5J Treasuries	1,43	1,63	1,55	1,66	1,77
10J Treasuries	1,61	1,80	1,72	1,83	1,93
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	-0,64	-0,91	-0,81	-0,71	-0,61
5J Bundesanleihen	-0,60	-0,85	-0,72	-0,62	-0,51
10J Bundesanleihen	-0,39	-0,65	-0,53	-0,43	-0,30

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Mai. 20	Aug. 20	Nov. 20	Feb. 21
USD	1,10	1,12	1,12	1,09	1,08
CHF	1,07	1,10	1,09	1,05	1,04
GBP	0,85	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,16	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,57	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,64	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	120	121	123	124	123
Renminbi	7,66	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

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 der weiterhin rasanten Ausbreitung des Lungenvirus in China hat sich das „risk-off“ an den Märkten weiter zurückgebildet. Offenkundig gehen die Märkte davon aus, dass die Behörden die weitere Ausbreitung eindämmen können und die ökonomischen Folgen im Rahmen bleiben. Vor allem die moderate Ausbreitung in den Industrienationen läßt hier hoffen, schließlich flachte die Rate der Neuansteckungen in China zuletzt leicht ab: Es ist daher zwar davon auszugehen, dass es zu spürbaren Rückgängen der wirtschaftlichen Entwicklung kommen wird. Diese Effekte sind aber klar temporär, so dass die Märkte hier hindurchschauen können.

Die wirtschaftlichen Daten stützen derweil allenthalben unsere These, dass die Talsohle im verarbeitenden Gewerbe weltweit zuletzt durchlaufen sein könnte: Sowohl in Europa als auch in den USA drehten die Frühindikatoren für die Industrie weiter ins Plus. In den USA haben sich dabei vor allem auch die Anzeichen verdichtet, dass geräumte Läger nunmehr einen abermaligen Auftragsschub auslösen, einer der klassischen Treiber einer sich selbst verstärkenden Aufwärtsbewegung. Damit stehen die Chancen gut, dass der Rebound in der Industrie auch dem rückläufigen Momentum im Dienstleistungssektor wieder mehr Rückenwind verleihen kann.

In den USA konnten sich derweil bereits zu Jahresbeginn die Perspektiven sowohl für die Industrie als auch den Dienstleistungssektor synchron verbessern: Der ISM-Indikator für das verarbeitende Gewerbe legte hier auf einen Indexstand von nunmehr 50,9 Zählern zu und erreichte damit erstmals seit dem August 2019 wieder den Expansionsbereich dieses so wichtigen „Bellwethers“ der US-Industrie. Darüber hinaus konnte sich auch der Indikator für den Dienstleistungsbereich weiter festigen und markierte mit einem Indexstand von 55,5 sehr solide Perspektiven für den tertiären Sektor der US-Ökonomie. Dem nicht genug lagen die ADP-Arbeitsmarktdaten mit einem Zuwachs von fast 300.000 Einheiten fast schon zu hoch für ein „goldilocks-scenario“ wie es sich zuletzt mit Blick auf die Kursexplosion an den US-Börsen darbot: Wir sehen uns durch den Datenverlauf einmal mehr in unserer Auffassung bestätigt, dass die Stärke und die Tragweite des US-Aufschwungs landauf landab erheblich unterschätzt wird. Zudem ist damit zu rechnen, dass der expansive Mix unter einer vermutlich erneut antretenden US-Administration unter Präsident Trump Bestand haben wird – wie auch immer man das politisch bewerten mag. Im Ergebnis bleiben die globalen Perspektiven weiter spürbar aufwärts gerichtet, vorbehaltlich einer vollkommenen Unterschätzung des Virus bleiben die Aussichten bei Wachstumsraten um 3,4 % weltweit sehr solide.

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

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

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Mai. 19	Aug. 19	Nov. 19	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	98,0	96,0	94,7	95,9
Markit: Verarb. Gewerbe	44,4	43,2	42,1	45,3
Markit: Dienstleistungen	55,7	54,5	51,6	54,2
Auftragseingänge	105,6	102,2	101,6	98,7
GfK-Konsumklima	10,2	9,8	9,8	9,7

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Zinssätze

Wir halten grundsätzlich an unserer Einschätzung fest, dass der globale Zinstrend aufwärts gerichtet ist. Allerdings werden die internationalen Notenbanken zunächst abwarten wollen, wie sich der unterliegende Preistrend weiter entwickelt. Aus unserer Sicht erklärt sich das hartnäckige Unterschneiden der Inflation primär aus der massiven Abweichungen des globalen Expansionspfades vom Potentialpfad seit dem Jahre 2009, wenn auch sicherlich in Kombination mit den Effekten, die durch den Begriff der „Amazonisierung“ der Weltwirtschaft umschrieben werden. Daraus folgt u.E., dass eine generelle Neueinschätzung der Inflationsentwicklung nicht angezeigt ist: Die Adjustierung der geldpolitischen Linie sollte jedenfalls extrem behutsam vorgenommen werden, vor allem in den USA, wo sich die Anzeichen verdichten, dass sich Kapazitäten derzeit noch stärker anspannen.

Allerdings haben die Sorgen um den Ausbruch des Corona Virus naturgemäß erhebliche Effekte auf den Inflationsausblick - und damit auch auf den weiteren Kurs der internationalen Notenbanken: So wirkt bereits der signifikante Rückgang des Ölpreises stark preisdämpfend, so dass schon dieser Effekt ausreicht, um die Kapitalmarktzinsen spürbar zu drücken. *Conditio sine qua non* für einen stärkeren Rebound der Zinssätze ist daher sowohl eine weitere Rückbildung der geopolitischen Risiken als auch eine nicht weiter exponentiell verlaufende Corona-Epidemie. Eine geldpolitische Zinswende in den USA nach oben würde also voraussetzen, dass die Weltwirtschaft auch eine gewisse Zeit ohne exogene Schocks expandieren kann. Wir ermäßigen unsere Projektionen für die US-Kapitalmarktsätze marginal und bewegen uns mit unserer Projektion von 1,93 % nunmehr fast exakt auf dem Konsensus für Q1 2021. Wir senken zudem unsere Bundprojektion auf nunmehr -30 Basispunkte und sind damit etwas bullischer für die Bunds als der Konsensus mit zuletzt -23 Basispunkten.

Wie von uns zusammen mit den meisten Marktbeobachtern erwartet, hat die Fed den Leitzins in der Spanne von 1,50 bis 1,75 Prozent belassen. Auch signalisierte sie für die kommenden Monate ein unverändertes Leitzinsniveau. Derweil verlängert die US-Notenbank Ihre Repo-Geschäfte zur Stützung des Geldmarkts bis mindestens Ende April. Dabei sieht sich die Notenbank mehr oder minder exakt auf Kurs: "Der Ausschuss ist der Ansicht, dass der derzeitige geldpolitische Kurs angemessen ist, um eine nachhaltige Expansion der Wirtschaftstätigkeit, starke Arbeitsmarktbedingungen und eine Inflation nahe dem Zwei-Prozent-Ziel zu unterstützen", heißt es im Statement des Offenmarktausschusses der Fed zum Zinsentscheid. Allerdings führt die Fed dem Markt abermals hohe Milliardenbeträge zu, um die Volatilität auf dem Repo-Markt einzudämmen. Diese Maßnahmen sollen min-

destens bis zum Ende des zweiten Quartals 2020 fortgesetzt werden.

Für die Fed ist diese auf den ersten Blick unspektakuläre Entwicklung derzeit besonders willkommen: Die US-Wirtschaft wächst moderat, der Preisdruck ist eher zu gering als zu hoch, obwohl sich der Arbeitsmarkt weiterhin sehr robust entwickelt. So kann sich die Notenbank im Wahljahr weiter im Hintergrund halten. Damit bleibt der Fed vor allem auch mehr Spielraum, um zu eruieren, wie sie ihre geldpolitischen Ziele weiter adjustieren will: Groß ist hier die Unsicherheit, welchen Pfad die Notenbank weiter einschlagen soll, da vor allem die Diagnose der hartnäckig unterschliessenden Inflation weiterhin sehr umstritten ist. Wir sehen die niedrige Inflationsentwicklung auch weiterhin primär als Folge einer langanhaltenden globalen Unterauslastung. Demzufolge liefe die Fed Gefahr, auf den aktuellen Niveaus eine zu geringe Zinsvorgabe zu machen. Bislang kann sie sich dies leisten, und wird die Zwischenzeit nutzen, um weitere Analysen durchzuführen: Im Ergebnis gehen wir auch weiterhin für das gesamte Jahr von einer Seitwärtsbewegung bei den Leitzinssätzen aus.

Wie von den meisten Marktbeobachtern erwartet, hat die EZB auf ihrer ersten Sitzung in diesem Jahr weder ihre Leitzinsen noch ihre Forward Guidance verändert. Wir gehen auch weiterhin davon aus, dass die EZB bis auf weiteres 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. Zuletzt mehrten sich zwar die Anzeichen dafür, dass der Lohndruck auch in der Inflationsentwicklung spürbar wurde – das wäre ein gutes Zeichen. Es ist aber viel zu früh hier von einer Wende zu sprechen: Wir gehen weiterhin davon aus, dass das Euroland eine im Vergleich zum Ausland signifikante Disinflation bias hat. Es bleibt damit 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. 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 Markt iTraxx-Europe – zuletzt weiter gesunken und rangieren somit fast exakt an der von uns ins Auge gefassten Zielmarke um 40 Basispunkte. 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 Der Schweizer Franken hat sich erheblich besser geschlagen, als vom Gros der Analytiker erwartet: So lagen die Erwartungen für den Kurs gegenüber dem US-Dollar vor rund einem Jahr noch bei Kursen EURCHF um 1,20, der aktuelle Konsensus geht auf Jahressicht von Kursen um EURCHF um 1,12 aus. Derweil hat der Franken kräftig aufgewertet: Er notiert derzeit bei Kursen um EURCHF 1,07 und liegt damit exakt auf unserem langfristigen Kursziel. Hinter der starken Kursentwicklung stehen naturgemäß gleich mehrere Faktoren. Der wesentliche Grund der Stärke zum Euro ist der an dieser Stelle bereits oft erörterte Ausblick auf eine „immer expansivere“ Geldpolitik der EZB. Trotz aller Beteuerungen der EZB-Führung kann kaum ein Zweifel daran bestehen, dass die EZB nicht den Willen und auch nicht die politische Kraft haben wird, zu einer geldpolitischen Linie zurückzufinden, die mit dem Geist der Verträge von Maastricht kompatibel ist: Gerade im Kielwasser der US-Notenbank ist die Versuchung einfach zu groß, mit der Geldpolitik die Konstruktionsprobleme des Euroraumes heilen zu wollen. Weiterhin setzt die US-Konjunktur nach unserer Einschätzung derzeit zu einer abermaligen Beschleunigung an, der das Euroland konjunkturell wohl kaum etwas entgegenzusetzen hat: Der Aufwärtstrend des US-Dollars gegenüber dem Euro sollte also bis auf weiteres Bestand haben.

Der Schweizer Franken hat aber nicht nur gegenüber dem Euro kräftig zugelegt: Bei Kursen um USDCHF 0,98 bewegt sich der Franken an der Unterseite der mittelfristigen bilateralen Handelsspanne. Hintergrund dürfte sein, dass der Schweizer Franken zur Stärke tendiert, wenn die Unsicherheit (Corona Virus, geopolitische Risiken) erhöht ist: Mit ihrer politischen Neutralität und der soliden Wirtschaft ist die Schweiz als sicherer Hafen stark gefragt. Jenseits dieser kürzerfristigen Erwägungen betreibt die Schweiz aber

auch eine wesentlich konservativere Geldpolitik als die EZB und die Fed. Gerade die jüngsten - sicherlich auch dem politischen Druck durch Präsident Trump geschuldeten - Überlegungen bei der US-Notenbanken liegen zumindest nicht im Interesse der langfristigen Geldwertstabilität: Der Franken wird also auch gegenüber dem US-Dollar weiter zur Stärke neigen. Im Ergebnis adjustieren wir hiermit unsere Projektionen für den Schweizer Franken: Wir erwarten auf Jahressicht nunmehr Kurse um EURCHF 1,04.

Jüngste Prognoseanpassungen

Die kommende Daten-Woche

Nach der letzten ist die kommende Datenwoche vergleichsweise ruhig: In den USA sollte man auch weiterhin den Verlauf der Wochendaten zu den Neuansträgen im Blick haben. Der Kernpreistrend dürfte leicht rückläufig sein, die Zahlen zu den Einzelhandelsumsätzen dürften solide bleiben. Mit Blick auf letztere gehen wir aber auch weiterhin davon aus, dass die annualisierten Zuwächse bei den bereinigten Daten weiter spürbar zulegen können sollten: Die aktuellen Rahmenbedingungen für den US-Konsum sind so gut wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Die Daten zur Entwicklung des BIP-Wachstums in der Eurozone und in Deutschland dürften im Rahmen der Erwartungen liegen.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 10. Februar			
CH Konsumentenpreise	Januar	4,9% J/J	0% / 4,5%
CH Erzeugerpreise	Januar	0% J/J	0% / -0,5%
CH Geldmenge M2	Januar	8,6% J/J	8,7%
IT Industrieproduktion	Dezember	-0,8% M/M	0,1% / -3,7%
Dienstag, 11. Februar			
keine Datenveröffentlichungen			
Mittwoch, 12. Februar			
EC Industrieproduktion	Dezember	-0,5% M/M / -1% J/J	0,2% / -1,5%
Donnerstag, 13. Februar			
US Initial Jobless Claims	Woche zum 08.02.2020		202 Tsd.
US Verbraucherpreisindex	Januar	0,2% M/M / 2,5% J/J	0,2% / 2,3%
US CPI Kernrate	Januar	0,2% M/M / 2,2% J/J /	0,1% / 2,3%
GE Verbraucherpreisindex	Februar	-0,6% M/M / 1,7% J/J	-0,6% / 1,7%
Freitag, 14. Februar			
GE Großhandelspreise	Januar		0% / -1,3%
IT Handelsbilanz	Dezember		4872 Mio. EUR
EC Handelsbilanz	Dezember		20720,4 Mio. EUR
GE BIP	4. Quartal	0,1% Q/Q / 0,4% J/J	0,1% / 0,5%
EC BIP	4. Quartal	0,1% Q/Q / 1% J/J	0,1% / 1%
US Industrieproduktion	Januar	-0,3%	-0,3%
US Kapazitätsauslastung	Januar	76,8%	77,0%
US Lagerbestände	Dezember	0,1%	-0,2%
US Einzelhandelsumsätze	Januar	0,3%	0,3%
US - ex Autos	Januar	0,4%	0,7%
US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga	Februar	98,9	99,8
US Importpreisindex	Januar	-0,2% M/M	0,3% / 0,5%

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.