

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	2795	-62,80
10Y US T-Notes	0,6	-0,04
DAX Index	10459,9	-165,9
Nikkei	19262	-635
Hang Seng	23831	-549
Öl (Brent-Future)	22,1	-6,11
Gold-Future	1758	63,50
EUR / USD	1,079	-0,01
EUR / GBP	0,873	0,00
EUR / JPY	116,05	-0,90

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jul. 20	Okt. 20	Jan. 21	Mai. 21
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	1,02	1,10	1,19	1,38	1,53
2J Treasuries	0,22	0,20	0,36	0,55	0,74
5J Treasuries	0,37	0,26	0,42	0,61	0,80
10J Treasuries	0,60	0,43	0,60	0,78	0,96
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,19	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,70	-0,81	-0,93	-0,90	-0,88
5J Bundesanleihen	-0,66	-0,75	-0,84	-0,80	-0,75
10J Bundesanleihen	-0,47	-0,57	-0,66	-0,60	-0,55

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jul. 20	Okt. 20	Jan. 21	Mai. 21
USD	1,08	1,10	1,08	1,06	1,04
CHF	1,08	1,06	1,08	1,04	1,03
GBP	0,87	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	11,46	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,87	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,69	1,72	1,66	1,62	1,58
NZD	1,80	1,80	1,76	1,70	1,65
CAD	1,52	1,41	1,39	1,37	1,33
JPY	116	119	119	121	119
Renminbi	7,64	7,70	7,56	7,37	7,18

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

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

Wachstum Nachdem der globale Hochpunkt der Infektionen durch den flächendeckenden „Lockdown“ nunmehr durchlaufen sein sollte, rückt die Frage nach der Vereinbarkeit vorsichtiger Öffnungen mit Reproduktionszahlen von unter 1 in den Vordergrund. Naturgemäß ist die Unsicherheit bei dieser Frage enorm groß: Die Interaktion von regulatorischen Maßnahmen mit der Entwicklung der Fallzahlen weltweit - in den verschiedenen Ländern und Kulturen - ist eine Rechnung mit extrem vielen Unbekannten. Gleichwohl hängt der weitere ökonomische Erholungspfad mehr denn je an dieser Frage: Sollte sich herausstellen, dass bereits die vorsichtige Öffnung spürbare Rückschläge bringt, dürfte der ökonomische Einbruch noch viel tiefer werden. Für diesen Fall würden wir unsere Projektionen weiter erheblich absenken müssen. Erste empirische Untersuchungen im Rahmen der Covid-Epidemie verweisen hier darauf, dass das „social distancing“ erhebliche Effekte zeitigt. Auch umfangreiche Maßnahmen der öffentlichen Hygiene-Vorsorge wie bzw. Bereitstellung von Desinfektionsmitteln entfalten signifikante Wirkungen. Schließlich belegt eine große Anzahl von unabhängigen Studien, dass die Erfahrung der SARS-Epidemie in Asien für ein besonderes Bewusstsein gesorgt hat, dass signifikant zu einem spürbar flacheren Verlauf der Epidemie in vielen asiatischen Ländern beigetragen hat: Mehr denn je kommt es für die Linderung der ökonomischen Kollateralschäden also darauf, dass regulatorisch alles getan wird, um die Seuche möglichst effizient einzudämmen. Solange ein Impfstoff nicht verfügbar ist, könnte eine aufgeklärte und effiziente Strategie zur Eindämmung der Pandemie zum ökonomischen Standortfaktor werden.

Derweil verläuft die Entwicklung maßgeblicher Frühindikatoren beängstigend. Die ganze Bandbreite der Frühindikatoren belegt die Dramatik der Corona-Krise: In Europa ist der Gesamteinkaufsmanagerindex im April auf einem Stand von 13,5 Punkten abgestürzt und erreicht damit den tiefsten Stand seit dem Beginn der Europäischen Währungsunion. Auch der viel beachtete Ifo-Indikator hat seinen Einbruch im April ausgeweitet, da sich ein Großteil der Weltwirtschaft weiterhin im Lockdown befindet und die Unternehmen mit einer längeren Phase gedämpfter Nachfrage rechnen. Zusammengenommen könnte es im zweiten Quartal zu einer Rekord-Kontraktion im Euroraum kommen. Auch in den USA hat sich die Geschäftsstimmung der US-Unternehmen aufgrund der Corona-Krise weiter rapide verschlechtert: Der Markt-Einkaufsmanagerindex wies etwa für Verarbeitende Gewerbe einen Rückgang von 48,5 auf 36,9 Indexpunkte auf. Selbst die bisherigen Tiefstände aus der Zeit der

Prognosen: Wachstum (BIP)

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Deutschland	2,2	1,5	0,5	-4,0	4,8
Euroraum	2,5	1,8	1,3	-3,5	4,0
USA	2,3	2,9	2,3	-3,5	4,5
China	6,9	6,6	6,2	4,0	6,0

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Preise (CPI)

	2017	2018	2019e	2020e
Deutschland	1,7	1,9	1,4	1,2
Euroraum	1,5	1,7	1,2	0,8
USA	2,1	2,4	1,8	1,6
China	2,1	2,4	2,9	3,3

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Europa

	Jul. 19	Okt. 19	Jan. 20	letzter
Markit: Verarb. Gewerbe	47,6	45,7	46,3	44,5
Markit: Dienstleistungen	53,6	51,6	52,8	26,4
EU-Geschäftsklima	0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Insee-Geschäftsklima	106,2	105,9	107,2	96,2
Konsumentenvertrauen	-7,2	-6,6	-8,1	-11,6

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Jul. 19	Okt. 19	Jan. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	97,7	94,9	96,3	86,1
Markit: Verarb. Gewerbe	45,0	41,7	43,7	45,4
Markit: Dienstleistungen	55,8	51,4	52,9	31,7
Auftragseingänge	102,1	102,2	99,1	102,4
GfK-Konsumklima	10,1	9,7	9,7	8,3

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Lehman-Krise wurden damit noch unterboten. Auch im Dienstleistungsgewerbe brachen die Werte von 31,5 auf 27,0 Punkte regelrecht ein. Derweil nimmt die Zahl der Arbeitslosen weiter erheblich zu: In der Woche zum 18. April ist die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA saisonbereinigt um 810.000 auf 4.427.000 gestiegen. Das kann die Wirtschaft ohne größeren Schaden nicht lange durchstehen. Dies zeigt, wie essentiell eine schlüssige gesundheitspolitische Strategie nunmehr ist.

Während die meisten Zeitreihen für die konjunkturelle Entwicklung wie beschrieben weiter erheblich unter Druck stehen, verweist die Entwicklung an den Finanzmärkten auch weiterhin auf einen eher V-förmigen Konjunkturverlauf: Auffällig ist vor allem, dass die US-Indices weiter die Nase vorn haben, vor allem der NASDAQ-Index bewegt sich bereits wieder deutlich oberhalb der 200-Tageslinie. Auch die marktgehandelten Risikomaße, wie etwa der VIX-Index, verweisen darauf, dass zumindest der Tiefpunkt der konjunkturellen Entwicklung alsbald durchlaufen sein könnte. Die nächsten Wochen werden mit Blick auf die Entwicklung der Neuinfektionszahlen im Umfeld weiterer Lockerungsmaßnahmen zeigen, ob diese Hypothese der Kapitalmärkte trägt.

Zinssätze Angesichts der vielfältigen Bedrohungen und auch globalen Risiken durch die Corona-Epidemie hat die Fed alle Geldschleusen weit geöffnet: Die Leitzinsen wurden im März in zwei Schritten um zusammen 150 Basispunkte gesenkt. Nunmehr liegt der Leitzinskorridor wieder auf dem Niveau der Finanzkrise von 2008/2009, die Maßnahmen werden flankiert von einer Vielzahl quantitativer Maßnahmen in unbegrenzter Höhe. Die US-Notenbank flutet damit den heimischen aber auch den globalen Finanzmarkt, um möglichst jedwede finanzielle Friktion zu unterbinden. Auch die EZB hat alle Register gezogen, um die Konjunktur zu stützen: Sie wird zusätzliche Anleihekäufe bis zum Jahresende im Gesamtumfang von 870 Mrd. Euro durchführen. Wie die Fed hat die EZB angekündigt, die Käufe falls nötig auszuweiten. Im Ergebnis sind beide Zentralbank auf einen quasi unbegrenzten Stützungskurs eingeschwenkt („whatever it takes“). Sie werden jeweils fallweise vorgehen, das heißt, dass eine regelgebundene Geldpolitik den jeweiligen akuten Erfordernissen untergeordnet wird. Diesen Kurs dürften beide Notenbanken bis auf weiteres fortsetzen.

Credit Spreads Die Corporate Spreads sind - gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe - aufgrund des allgemeinen Anstiegs der Risikoprämien im Rahmen der Corona-Epidemie mit annähernd 140 Basispunkten auch in Europa zwischenzeitlich spürbar gestiegen. Wie von uns erwartet, haben sich die Risikoprämien im Zuge der massiven Intervention der

Zentralbanken und des oben beschriebenen Verlaufs der Pandemie mittlerweile wieder erheblich zurückgebildet. Sollte sich die Zahl der Neuinfektionen wie von uns erwartet zukünftig tatsächlich weiter signifikant zurückbilden, rechnen wir vor dem Hintergrund der unbegrenzten Notenbankzusagen mit weiter sinkenden Spreads. Auf Basis der aktuellen Daten halten wir die aktuellen Spreads um 85 Basispunkte aber für grundsätzlich angemessen und rechnen im Kern mit einer Seitwärtsbewegung wobei zwischenzeitliche Spreadausweitungen bis zu einer Marke von 100 Basispunkten durchaus möglich sind.

Devisenmärkte Der US-Dollar blieb bis zuletzt im Aufwärtstrend und stieg auf Kurse um EU-RUSD 1,075. Derzeit ist die Unsicherheit für die weitere Kursentwicklung besonders groß, da so viele, die Wechselkursentwicklung bestimmenden Faktoren in den letzten beiden Jahren neu hinzugekommen sind. Grundsätzlich ist diesbezüglich davon auszugehen, dass der Handelskonflikt auch auf den Devisenmärkten erhebliche Effekte entfaltet: Durch den Handelskonflikt bzw. durch die erste Einigung der USA mit China im Zuge des Wirtschafts- und Handelsabkommens entstehen signifikante handelsumlenkende Effekte. Diese dürfte zu einer systematischen Schwächung der Überschüsse in der deutschen Leistungsbilanz führen, die ihrerseits die Überschüsse im Saldo des Außenhandels der EU insgesamt maßgeblich prägen. Da der Außenhandelsaldo Deutschlands bzw. Europas nach unserer Einschätzung eine höchst signifikante Einflussgröße für die Wechselkursentwicklung ist, gehen wir davon aus, dass die Effekte mit der Zeit erheblich sein könnten. Mit der Entwicklung der Corona-Pandemie sind nun weitere Bestimmungsfaktoren für die Wechselkursentwicklung hinzugekommen. Zunächst einmal dürfte die Corona-Krise den ohnehin protektionistisch gestimmten Regierungen zusätzliche Argumente für eine Abschottung liefern. Die europäische Politik gerät hier perspektivisch umso stärker in einen Konflikt zwischen ihrer sicherheitspolitischen Bindung an die USA und der zunehmendem Bedeutung des asiatisch-pazifischen Wirtschaftsraumes als globalem Wachstumstreiber bzw. Handelspartner.

Die konjunkturellen Wirkungen der Corona-Pandemie auf den Unterschied der transatlantischen Wirtschaftsparemeter sind derzeit noch extrem schwer zu taxieren: Einerseits ist die Leistungsfähigkeit der US-Ökonomie grundsätzlich höher. Auf der anderen Seite könnte gerade das Fehlen der automatischen Stabilisatoren (z.B. Kurzarbeitergeld, etc.) sowie das schwächere Gesundheitssystem ein Nachteil sein. Demgegenüber ist die Corona-Krise sicherlich einmal mehr ein Härtetest für die europäische Integration: Sollte es den Europäern nicht gelingen, die Risse im europäischen Haus zu kitten, könnte dies in einer Kettenreaktion zu einer Vertrauenskrise führen. Die EZB wird dies zwar zu verhindern suchen, dies allerdings um den Preis immer extremerer Maßnahmen – unter Verletzung der Grenzen ihres Mandats, wie es im Vertrag von Maastricht festgelegt wurde. Im Ergebnis ziehen wir das – zumindest vorläufige – Fazit, dass die Eurozone im Saldo voraussichtlich auch mit der Corona-Krise weiter ins Hintertreffen gerät: Vor allem wenn es nicht gelingt, eine glaubhafte und ausreichend dimensionierte fiskalische Perspektive zur Stützung der Wirtschaft zu generieren, dürfte die Wirtschaft in der Eurozone im globalen Quervergleich weiter zurückfallen. Aber auch jenseits der unmittelbaren konjunkturellen Stabilisierung bleiben zentrale Fragen wie die nach einer gemeinsamen Strategie in der Frage der Migration, der ordnungspolitischen Grundhaltungen mit Blick sowohl auf die Geld- als auch auf die Fiskalpolitik weitestgehend ungelöst. Dies macht die Europäische Union angreifbar in einem geopolitisch immer rauerem Klima. Vor dem Hintergrund der obigen Erwägungen erhöhen wir einmal mehr unsere Kursprognose für den US-Dollar: Wir erwarten nunmehr vor allem mit Blick auf die Verschlechterung in der gesamteuropäischen Leistungsbilanz auf Sicht von 12 Monaten Kurse um EURUSD 1,04. Das zwischenzeitliche Rückschlagspotential taxieren wir auf Kurse um EURUSD 1,10.

Die kommende Daten-Woche Die kommende Woche bringt eine Vielzahl von Datenpunkten wichtiger Zeitreihen – grundsätzlich gilt allerdings weiterhin, dass die Aussagekraft vieler Datenreihen derzeit begrenzt ist, da die Daten vielfach Extremwerte annehmen, wo die statistische Unschärfe erheblich ist: Der Schluss etwa von den gängigen Einkaufsmanagerindices auf das BIP ist derzeit nur sehr eingeschränkt möglich, da viele Zeitreihen aus Umfragen generiert werden, die in den Randbereichen nicht mehr aussagekräftig sind: Am kommenden Dienstag dürfte hier eine ganze Batterie an Frühindikatoren für die Eurozone belegen, dass die Abwärtsdynamik sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistern im laufenden Monat weiter erheblich war. Die Daten zur Preisentwicklung in der Eurozone dürften in der Kernrate erheblich nachgegeben haben, wir erwarten ohnehin, dass sich die disinflationären Tendenzen in der Eurozone weiter erheblich verschärfen werden. Die US-ISM-Indices werden dann darüber Aufschluss geben, ob sich die US-Industrie nicht doch etwas robuster darstellt als ihre europäischen Pendanten.

Die beschränkte Aussagekraft vieler Zeitreihen gilt derzeit auch für die Daten zum Bruttoinlandsprodukt, da es im Verlauf des ersten Quartals aufgrund der Corona-Pandemie zu einem Bruch in der wirtschaftlichen Aktivität gekommen ist und die Daten vom März auf Basis der Frühindikatoren geschätzt werden müssen. Am kommenden Donnerstag werden hier die ersten Schätzungen bezüglich des Bruttoinlandsprodukts im ersten Vierteljahr 2020 in der Eurozone publiziert. Auch in den USA stehen die ersten Projektionen für die gesamtwirtschaftliche Leistung im ersten Quartal an: Da der "Lockdown" in den USA später einsetzte, dürfte der Abschwung im ersten Quartal weniger scharf gewesen sein als in Europa. Dafür dürfte der Einbruch im zweiten Quartal dann umso heftiger ausfallen. Mit Blick auf die Notenbanksitzungen der kommenden Woche dürften sowohl die Fed als auch die EZB zunächst weiter zuwarten, wie sich die bislang beschlossenen Maßnahmenpakete auswirken werden. Weitere Maßnahmen der US-Notenbank sind daher nicht in Sicht, die Fed wird erst einmal die jüngst beschlossenen Programme umsetzen. Auch die EZB wird nun erst einmal zuwarten und keine zusätzliche Maßnahmen beschließen. Beide Notenbanken dürften - wie die meisten Marktteilnehmer - die weitere Entwicklung der Pandemie im Rahmen der Rückführung des „Lockdowns“ analysieren wollen.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 27. April			
keine Datenveröffentlichungen			
Dienstag, 28. April			
FR	Verbrauchervertrauensindex	April	77
US	Großhandelslagerbestände	März	-0,7%
US	Verbrauchervertrauensindex des Conf. Board	April	90,0
Mittwoch, 29. April			
EC	Verbrauchervertrauensindex	Mai	-23
EC	Industrievertrauensindex	April	-25
EC	Wirtschaftsvertrauensindex	April	73,7
EC	Dienstleistungsvertrauensindex	April	-2
GE	Verbraucherpreisindex	April	0,1% M/M / 0,7% J/J
IT	PPI Manufacturing	März	-0,6% / -3,8%
GE	Importpreisindex	März	-2% M/M / -3,5% J/J
EC	M3-Geldmengenwachstum	März	5,7% / %
US	US-BIP	4. Quartal	-3,7%
US	Privater Konsum	4. Quartal	1,8%
US	BIP-Deflator	4. Quartal	0,9%
US	FOMC Zinsentscheidung		0,25%
Donnerstag, 30. April			
CH	PMI verarbeitendes Gewerbe	April	51,0
CH	PMI Dienstleistungsgewerbe	April	52,8
GE	Einzelhandelsumsätze	März	-11,3% M/M / -5,2% J/J
FR	Verbraucherpreisindex	April	-0,1% M/M / 0,3% J/J
IT	Verbraucherpreisindex	April	% M/M / -0,3% J/J
EC	Verbraucherpreisindex (Kernrate)	April	0,3% M/M / % J/J (0,7%)
EC	CPI-Schätzung	April	0% J/J
FR	Erzeugerpreisindex	März	-0,6% / -0,9%
GE	Arbeitslosenrate (sa)	April	5,2% J/J
EC	Arbeitslosenrate	März	7,7% J/J
FR	BIP	1. Quartal	-2,9% Q/Q / -2,4% J/J
IT	BIP	1. Quartal	-5% Q/Q / -5,2% J/J
EC	BIP	1. Quartal	-4% Q/Q / -3,3% J/J
EC	EZB-Zinsentscheidung	April	0,00%
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 25.04.2020	4427 Tsd.
US	Persönliche Einkommen	März	-1,5%
US	Persönliche Ausgaben	März	-4,2%
US	Chicago Einkaufsmanagerindex	April	40,0
US	PCE Deflator	März	1,4% J/J
US	PCE Deflator Kernrate	März	-0,1% M/M / 1,5% J/J
Freitag, 1. Mai			
US	ISM-Index verarbeitendes Gewerbe	April	37,5
US	ISM-Subindex bezahlte Preise	April	37,4
US	Bauausgaben	März	-3,6%
US	Gesamte Autoverkäufe	April	6,5 Mio.

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.