

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3123	96,10
10Y US T-Notes	0,7	0,01
DAX Index	12367,4	418,1
Nikkei	22479	173
Hang Seng	24644	343
Öl (Brent-Future)	42,7	3,62
Gold-Future	1738	0,20
EUR / USD	1,121	0,00
EUR / GBP	0,903	0,01
EUR / JPY	119,86	-1,03

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Sep. 20	Dez. 20	Mrz. 21	Jun. 21
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,32	0,26	0,34	0,51	0,64
2J Treasuries	0,19	0,65	0,54	0,71	0,88
5J Treasuries	0,34	0,71	0,61	0,77	0,94
10J Treasuries	0,72	0,88	0,78	0,94	1,10
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,41	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,67	-0,76	-0,71	-0,72	-0,74
5J Bundesanleihen	-0,65	-0,71	-0,63	-0,63	-0,63
10J Bundesanleihen	-0,41	-0,51	-0,43	-0,31	-0,41

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Sep. 20	Dez. 20	Mrz. 21	Jun. 21
USD	1,12	1,12	1,08	1,06	1,04
CHF	1,10	1,06	1,08	1,04	1,03
GBP	0,90	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,70	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,57	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,63	1,75	1,66	1,62	1,58
NZD	1,74	1,84	1,76	1,70	1,65
CAD	1,52	1,58	1,50	1,45	1,41
JPY	120	121	119	121	119
Renminbi	7,94	7,84	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](mailto: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** Die Wahrscheinlichkeit für das Durchschreiten der Talsohle der konjunkturellen Entwicklung rund um den Globus hat weiter zugenommen. Vor allem in Europa ist es offenkundig gelungen, die Kontrolle der Pandemie mit einer behutsamen Rückführung der Eindämmungsmaßnahmen zu verbinden. Zwar ist die Lage in den USA weiterhin noch schlechter als in Europa, vor dem Hintergrund der Erfolge der europäischen Industriestaaten sollte es aber auch in den USA letztlich gelingen, die Pandemie sukzessive stärker in den Griff zu bekommen, auch wenn in den USA und zuletzt sogar in China wieder ein (zwischenzeitlicher) Anstieg der Neuinfektionszahlen zu verzeichnen war.

Vorbehaltlich einer größeren „zweiten Welle“ in den Industrienationen und im asiatisch-pazifischen Raum dürfte sich das Augenmerk nunmehr darauf richten, wie schnell sich die Volkswirtschaften rund um den Globus aus der Coronakrise herausarbeiten können. Die Datenlage verweist u.E. nach wie vor darauf, dass die wirtschaftliche Erholung zumindest in der derzeitigen Frühphase der konjunkturellen Gegenbewegung recht dynamisch ausfällt: Zum einen ist der aufgestaute Nachholbedarf enorm, wie derzeit etwa die Daten zu den Einzelhandelsumsätzen in den USA belegen. Zum anderen ist davon auszugehen, dass die beispiellosen staatlichen Interventionen etwa mit Blick auf die Stabilisierung der verfügbaren Einkommen hinreichend sind, um der Krise wirksam zu begegnen. Dies gilt vor allem auch mit Blick auf die Geldpolitik, der es bis dato gelungen ist, das Zinsniveau extrem niedrig und die Ausweitung der Risikoprämien eng begrenzt zu halten.

Insofern bestätigt sich unsere Einschätzung, dass die Corona-Krise als die tiefste aber auch als die kürzeste Rezession (auf Basis des Kriteriums einer anhaltenden Kontraktion der Wirtschaft über mehr als ein Quartal in die Wirtschaftsgeschichte (Grundlage: US-Daten seit 1850) eingehen dürfte: Es zeigt sich hier einmal mehr, dass es sich hierbei eben nicht um eine typische (endogene) Wirtschaftskrise handelt, sondern um einen exogenen Schock. Die damit verbundenen impliziten Aufwärtsperspektiven dürften mit ein Grund dafür sein, warum es den Notenbanken überhaupt gelingen konnte, die Finanzmärkte zumindest bis dato so stark zu stabilisieren. Dies spricht aus unserer Sicht auch dafür, dass im weiteren Verlauf eher mit positiven wirtschaftlichen Überraschungen zu rechnen ist, wie zuletzt etwa bei den Daten zum US-Arbeitsmarkt. Letztere Aussage gilt naturgemäß unter der Prämisse, dass sich die Rückschläge bei der Pandemiekontrolle im Rahmen halten und die Regierungen rund um den Globus nicht in einen flächendeckenden abermaligen „Lockdown“ gezwungen werden. Dies wird von



**Prognosen: Wachstum (BIP)**

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

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Prognosen: Preise (CPI)**

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Deutschland	1,7	1,9	1,4	0,8	1,4
Euroraum	1,5	1,7	1,2	0,4	1,2
USA	2,1	2,4	1,8	0,8	1,7
China	2,1	2,4	2,9	3,1	2,1

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Frühindikatoren: Europa**

	Sep. 19	Dez. 19	Mrz. 20	letzter
Markt: Verarb. Gewerbe	47,0	46,9	49,2	39,4
Markt: Dienstleistungen	53,5	51,9	52,6	30,5
EU-Geschäftsklima	0,2	-0,2	-0,1	-2,4
Insee-Geschäftsklima	105,1	106,2	104,7	52,3
Konsumentenvertrauen	-7,1	-7,2	-6,6	-18,8

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Aug. 19	Nov. 19	Feb. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	96,1	94,6	96,0	74,2
Markt: Verarb. Gewerbe	43,2	42,1	48,0	34,5
Markt: Dienstleistungen	54,5	51,6	52,5	16,2
Auftragseingänge	101,4	101,8	102,7	86,7
GFK-Konsumklima	9,8	9,8	9,1	2,3

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Tag zu Tag unwahrscheinlicher, zumal die internationale Gemeinschaft der Pandemie bei fortschreitendem Kenntnisstand naturgemäß auch immer mehr entgegenzusetzen hat, was im Übrigen mehr und mehr für selektive und zielgerichtetere Maßnahmen spricht – natürlich vorbehaltlich extremer Entwicklungen wie etwa einer Mutation des Virus.

Im Ergebnis belassen wir unsere Wachstumsprojektionen b.a.W. unverändert, sehen aber derzeit eher wieder Aufwärtsrisiken für die Projektionen der Industrienationen, zuletzt vor allem in den USA, wo die Konsensschätzungen für das laufende Jahr seit mehreren Tagen wieder aufwärts gerichtet sind. Nach wie vor ist davon auszugehen, dass die Industrienationen in der zweiten Jahreshälfte des kommenden Jahres das Outputniveau von vor der Krise erreichen. Gemessen am US-Zyklus wäre die Rezession also auch in diesem Maßstab für die historische Einordnung der Corona-Rezession zwar extrem tief aber von relativ kurzer Dauer.

**Zinssätze** Angesichts der vielfältigen Bedrohungen und globalen Risiken durch die Corona-Epidemie haben die internationalen Notenbanken alle Geldschleusen auf unbestimmte Zeit voll geöffnet. Die US-Notenbank hat die Geldpolitik auf ihrer letzten Sitzung abermals unverändert gelassen. Die US-Notenbank wird ihre Zinssätze auf die sehr lange Frist auf den aktuellen Niveaus bei 0,00% bis 0,25% belassen.

Mit Blick auf den weiteren Kurs der EZB ist hingegen zu erwarten, dass die Geldpolitik für die Eurozone voraussichtlich noch wesentlich mehr Stimulus erzeugen muss als die Fed: Auf Basis der Erfahrungen der Finanzkrise steht zu erwarten, dass die Erholung in Europa wesentlich zäher von statten geht als in den USA. So befürchtet die EZB vollkommen zu Recht, dass sich die Erholung der Eurozone womöglich bis in das Jahr 2023 verzögern könnte. Dies geht wiederum nicht zuletzt auf die mangelnde preisliche Flexibilität innerhalb der Währungsunion zurück, die die Anpassung an wirtschaftliche Schocks – ähnlich wie in der Finanzkrise – erheblich verzögert. Mit Blick auf die jüngste Kommunikation der EZB steht daher zu erwarten, dass die europäische Notenbank den Umfang des PEPP-Programms weiter erhöht. Dies dürfte aber noch lange nicht das Ende der Maßnahmen sein, der Bedarf an weiteren Stimuli dürfte zumindest in den kommenden 2 Jahren enorm sein. Die EZB dürfte also auch weiterhin all den zusätzlichen Druck auffangen müssen, den die Corona-Krise sukzessive entfaltet. Da die impliziten Inflationserwartungen bereits vor der Krise in Richtung der Nullgrenze tendierten, dürfte das geldpolitische Fahrwasser in Europa immer rauer werden.

Wir haben unsere Zinsprojektionen für die USA leicht angehoben, der globale Zinstrend dürfte in unserem

Hauptzenario wenn auch sehr moderat aufwärts gerichtet sein: Auf Jahressicht sehen wir die US-Sätze bei Renditen um 1,1 %, die deutschen Pendanten verorten wir auf die gleiche Frist bei -0,4 %.

### Credit Spreads

Die Corporate Spreads sind – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – gemäß unserer Erwartungen weiter gefallen: Zuletzt sanken die Spreads beim 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe auf rund 65 Basispunkte. Hintergrund dieser Entwicklung dürfte vor allem der Umstand sein, dass die Zahl der Neuinfektionen trotz der Öffnung der Wirtschaft während der letzten zwei Wochen auch bis zuletzt strikt rückläufig war. Zudem dürften die umfangreichen Fiskalpakete innerhalb der südeuropäischen Peripherie für ein gutes Sentiment sorgen. Sollte sich die Zahl der Neuinfektionen trotz des beginnenden Exits von den Lockdown-Maßnahmen weiter signifikant zurückbilden, rechnen wir vor dem Hintergrund der unbegrenzten Notenbankzusagen mit weiter sinkenden Spreads – auf Sicht der nächsten 4 Wochen dürften hier Werte um 60 Basispunkte erreicht werden. In unserem Hauptzenario erwarten wir dann, dass sich die Credit-Spreads im Zuge der immer wahrscheinlicher werdenden Erholung in Europa weiter zurückbilden – auf Jahressicht könnten dann die alten Tiefststände in Angriff genommen werden.

### Devisenmärkte

Bis zur Stunde sind die konjunkturellen Wirkungen der Corona-Pandemie auf den Unterschied der transatlantischen Konjunkturentwicklung noch schwer zu taxieren, auch weil die USA im Corona-Zyklus hinter dem Euroland rangieren. Die klare Outperformance an den US-Aktienmärkten seit Ende März stützt u.E. aber immer eindeutiger die Hypothese, 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. In diesem Szenario wird sich der Kontrast zwischen dem Zinspfad in Europa und den USA perspektivisch stärker akzentuieren, wenn die US-Notenbank ihre Geldpolitik wieder stärker normalisiert, während ein Ende etwa immer umfangreicher QE-Programme in Europa sobald nicht in Sicht kommen wird. Vor dem Hintergrund der obigen Indikation dürfte es folglich nicht überraschen, wenn die EZB im weiteren Verlauf alle bisherigen Beschränkungen der Geldpolitik außer Kraft setzen muss und wird. Dies kann sie zunächst im geldpolitischen Fahrwasser der US-Notenbank noch vergleichsweise legitim und politisch geräuschlos tun, auch wenn sich Konflikte zwischen dem Geist der europäischen Verträge und der monetären Realpolitik bereits jetzt erheblich zugespitzt haben, wie die zwischenzeitliche Krise im Rahmen der Debatte um das Urteil des Bundesverfassungsgerichtes beleuchtet.

Derzeit summieren sich die Veränderungen des globalen Umfeldes perspektivisch zu einem enormen wirtschaftspolitischen Druck auf die Eurozone. Grundsätzlich erfordert eine mögliche Regionalisierung der Weltwirtschaft in Verbindung mit dem Untergang der Pax Americana eine stärkere sicherheitspolitische Identität der Europäer und eine stärkere Binnenorientierung in der Wirtschaftspolitik als logische Konsequenz. Die mittlerweile erreichte Komplexität des europäischen Integrationsprozesses - wie etwa die Probleme beim Brexit gezeigt haben - und die im Zuge der stetigen Erweiterung erreichte Interessenheterogenität wird eine angemessene Reaktion der Union mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit so stark abbremsen, dass der wirtschaftliche Kollateralschaden abermals erheblich sein könnte. Vor dem Hintergrund der obigen Erwägungen gehen wir daher grundsätzlich davon aus, dass der seit dem Jahre 2008 vorherrschende strukturelle Trend zur Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar grundsätzlich Bestand haben wird. Auf Jahresfrist erwarten wir eine Aufwertung des US-Dollars auf Kurse um EUR/USD 1,04.

### Die kommende Daten-Woche

Die Datenwoche beginnt in Europa mit der Veröffentlichung des gesamteuropäischen Verbrauchervertrauens. Alles andere als eine kräftige Gegenbewegung wäre eine große negative Überraschung. Am Dienstag und am Mittwoch wird dann eine ganze Batterie an Daten für die Eurozone veröffentlicht. Da die Markt-Daten sehr erwartungs- bzw. und finanzmarktgetrieben sind, ist auch hier eine spürbare Besserung zu erwarten. Das wohl wichtigste Datenpaar besteht dann am Mittwoch aus den Ifo-Daten und dem belgischen Frühindikator: Während letzterer eine hervorragende Aussagekraft für die Eurozone hat, ist der Ifo-Indikator das bis dato einflussreichste Barometer für die deutsche Volkswirtschaft, welche wiederum als „Bellwether“ bzw. Trendsetter für die Eurozone gilt. Wir erwarten für alle Zeitreihen eine Fortsetzung des kräftigen Anstiegs der letzten Wochen. Dies gilt auch für das US-Verbrauchervertrauen der Universität Michigan, das seine Aufwärtstendenz mit großer Wahrscheinlichkeit fortschreiben können sollte. Schließlich steht zu erwarten, dass die US-Verbraucher wieder deutlich mehr Geld ausgegeben haben, getragen vor allem auch von den staatlichen Stützungsmaßnahmen. Wir erwarten einen kräftigen Anstieg der privaten Konsumausgaben im Mai gegenüber dem Vormonat.

Alle Indices rangieren aber weiterhin weit außerhalb der normalen Bereiche, sodass nach wie vor große Unsicherheit mit Blick auf die Entwicklung der Frühindikatoren vorherrscht. Dies kommt auch darin zum Ausdruck, dass für viele auch etablierte Frühindikatoren so wenige Schätzungen vorliegen, dass etwa der Datenanbieter Bloomberg den Konsensus vielfach nicht mehr ausweist. Trotz der hohen Unsicherheit dürfte das Gros auch der realwirtschaftlichen Frühindikatoren den Vorgaben der Finanzmärkte auch weiterhin folgen.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 22. Juni</b>			
<b>EC Verbrauchervertrauensindex</b>	<b>Juni</b>		<b>-19</b>
US Verkäufe bestehender Häuser	Mai	4,11 Mio.	4,33 Mio.
<b>Dienstag, 23. Juni</b>			
<b>EC Markt PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>Juni</b>		<b>39,4</b>
<b>GE Markt/BME PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>Juni</b>		<b>36,6</b>
<b>FR Markt PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>Juni</b>		<b>40,6</b>
<b>EC Markt PMI Dienstleistungen</b>	<b>Juni</b>		<b>30,5</b>
<b>GE Markt PMI Dienstleistungen</b>	<b>Juni</b>		<b>32,6</b>
<b>FR Markt PMI Dienstleistungen</b>	<b>Juni</b>		<b>31,1</b>
US Verkäufe neuer Häuser	Mai	630 Tsd.	623 Tsd.
<b>Mittwoch, 24. Juni</b>			
<b>GE ifo Geschäftsklimaindex (Lagebeurteilung / Erw)</b>	<b>Juni</b>		<b>79,5 (78,9 / 80,1)</b>
FR Geschäftsklimaindex	Juni		70,4
<b>BE Geschäftsklimaindex</b>	<b>Juni</b>		<b>-34,4</b>
GE Importpreisindex	Mai		-1,8% / -7,4%
<b>Donnerstag, 25. Juni</b>			
US Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	Mai	10,0%	-17,7%
US - ex Transportation	Mai	1,8%	-7,7%
US Großhandelslagerbestände	Mai		0,3%
US US-BIP	1. Quartal	-5,0%	-5,0%
US Privater Konsum	1. Quartal		-6,8%
US BIP-Deflator	1. Quartal	1,5%	1,4%
<b>Freitag, 26. Juni</b>			
IT Geschäftsklimaindex	Juni		71,2
FR Verbrauchervertrauensindex	Juni		93
IT Verbrauchervertrauensindex	Juni		94,3
EC M3-Geldmengenwachstum	Mai		8,3% / 7,1%
US Persönliche Einkommen	Mai	-5,0%	10,5%
<b>US Persönliche Ausgaben</b>	<b>Mai</b>	<b>5,2%</b>	<b>-13,6%</b>
<b>US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan</b>	<b>Juni</b>		<b>78,9</b>
US PCE Deflator	Mai		0,5%
US PCE Deflator Kernrate	Mai	0,1% M/M	-0,4% / 1,0%

**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.