

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3259	0,02
10Y US T-Notes	0,5	-0,06
Nikkei	21710	-1.042
Hang Seng	24595	-110
Öl (Brent-Future)	43,3	-0,16
Gold-Future	1992	64,40
EUR / USD	1,185	0,02
EUR / GBP	0,902	-0,01
EUR / JPY	124,03	0,33

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Nov. 20	Feb. 21	Mai. 21	Aug. 21
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,26	0,30	0,39	0,56	0,69
2J Treasuries	0,11	0,39	0,48	0,64	0,81
5J Treasuries	0,22	0,45	0,54	0,71	0,87
10J Treasuries	0,53	0,62	0,72	0,87	1,03
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,46	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,72	-0,75	-0,80	-0,76	-0,73
5J Bundesanleihen	-0,74	-0,70	-0,73	-0,68	-0,64
10J Bundesanleihen	-0,56	-0,52	-0,55	-0,43	-0,43

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Nov. 20	Feb. 21	Mai. 21	Aug. 21
USD	1,18	1,16	1,11	1,09	1,07
CHF	1,10	1,06	1,08	1,04	1,03
GBP	0,90	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,75	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,28	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,65	1,63	1,56	1,54	1,53
NZD	1,77	1,76	1,69	1,68	1,65
CAD	1,59	1,59	1,54	1,49	1,47
JPY	124	125	122	124	122
Renminbi	8,26	8,12	7,77	7,58	7,38

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 Nach wie vor ist der Virusverlauf das dominante Thema für den wirtschaftlichen Ausblick rund um den Globus – allerdings unterscheidet sich die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Regionen der Weltwirtschaft mittlerweile immer stärker. Die Zahlen zur BIP-Entwicklung für das zweite Quartal brachten hier vor allem weiteren Aufschluss über die unterschiedliche konjunkturelle Reaktion dies- und jenseits des Atlantiks: Das deutsche Bruttoinlandsprodukt sank im zweiten Quartal 2020 um 10,1 % im Vergleich zum Vorquartal – ein Jahrhundertseinbruch. Die Zahlen für die Eurozone waren noch schwächer: So ging das BIP im unmittelbaren Quartalsvergleich saisonbereinigt um 12,1 % zurück, nachdem schon für die ersten drei Monate ein Minus von 3,6 % zu verzeichnen war. Insbesondere war Spanien mit einem Minus von 18,5 % (ggü. Vq.) besonders betroffen, was vor allem auf den Einbruch im Tourismus und den harten Kurs mit Blick auf den Lockdown zurückzuführen ist. Die US-Daten lagen demgegenüber etwas oberhalb der Erwartungen: Die Wirtschaft der USA schrumpfte dennoch um 9,5 % (ggü. Vq.) und ist damit weitaus stärker eingebrochen als selbst während der bereits sehr schweren Rezession im Umfeld der Finanzkrise.

Die entscheidende Frage ist nunmehr, wie dynamisch die Erholung in den einzelnen Industrienationen verläuft und wie lange es dauern wird, bis die Ausgangsniveaus wieder erreicht sind. Dies wird zwar naturgemäß auch sehr stark vom weiteren Verlauf des Virus abhängen, so dass unverändert erhebliche Prognose Risiken bestehen. Nach den bisherigen Daten entspricht zumindest das ökonomische Reaktionsmuster aber unserer grundsätzlichen Erwartung, dass es die Eurozone trotz besserer Viruskontrolle besonders hart treffen könnte. Der kumulierte Einbruch ist – zumindest bislang auf Basis der vorliegenden Q2-Daten – wesentlich stärker als in den USA: Das aggregierte Outputniveau der Eurozone ist im zweiten Quartal des laufenden Jahres auf das Niveau des Jahres 2004(!) gefallen und liegt damit noch unter dem Niveau des März 2008 im Vorfeld der Lehman-Krise. Der Einbruch in den USA bewirkt derweil, dass sich die wirtschaftliche Leistung nunmehr auf dem Outputniveau des Jahres 2015 befindet, allerdings sind die USA bekanntermaßen auch später in die Pandemie geraten, so dass der Lockdown auch etwas später zurückgeführt werden konnte und die Vergleichbarkeit der Daten nicht unmittelbar gegeben ist.

Nach unserer Einschätzung ist die Dynamik der Erholung dies- und jenseits des Atlantiks aber derzeit in etwa vergleichbar. So verhalten sich die Frühindikatoren mit Blick auf die Gegenreaktion annähernd ähnlich. Perspektivisch ist zudem davon auszugehen, dass

Prognosen: Wachstum (BIP)

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Deutschland	2,2	1,5	0,6	-6,7	6,4
Euroraum	2,5	1,8	1,3	-8,4	6,1
USA	2,3	2,9	2,3	-5,9	6,1
China	6,9	6,6	6,1	2,0	8,0

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Preise (CPI)

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Deutschland	1,7	1,9	1,4	0,6	1,5
Euroraum	1,5	1,7	1,2	0,4	1,1
USA	2,1	2,4	1,8	0,9	1,6
China	2,1	2,4	2,9	2,8	2,3

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Europa

	Okt. 19	Jan. 20	Apr. 20	letzter
Markit: Verarb. Gewerbe	45,7	46,3	44,5	47,4
Markit: Dienstleistungen	51,6	52,8	26,4	48,3
EU-Geschäftsklima	-0,2	-0,3	-0,3	-2,3
Insee-Geschäftsklima	105,8	106,8	96,0	66,7
Konsumentenvertrauen	-6,6	-8,1	-11,6	-14,7

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Okt. 19	Jan. 20	Apr. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	94,9	96,0	86,0	86,2
Markit: Verarb. Gewerbe	41,7	43,7	45,4	45,2
Markit: Dienstleistungen	51,4	52,9	31,7	47,3
Auftragseingänge	102,2	99,1	87,3	71,1
GfK-Konsumklima	9,7	9,7	8,1	-18,6

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

sich der Einfluss der Corona-Krise immer weiter zurückbildet und damit der höhere Trendpfad der USA immer stärker spürbar werden dürfte: So würde es wohl auch bei weiter steigenden Infektionszahlen keine generellen Lockdowns mehr geben, sondern gezielte lokale Maßnahmen. Ein solches Szenario würde dann unsere These stützen, dass die US-Wirtschaft trotz der aktuell erheblich größeren Pandemieprobleme die Eurozone – einmal mehr – klar outperformt.

In China ist es bisher am besten gelungen, Pandemiekontrolle mit der Wiedereröffnung der Wirtschaft zu verbinden. Entsprechende Indices, die die pandemiebedingten Einschränkungen messen, befinden sich bereits bei über 90 % Normalisierungsgrad. Nach den jüngsten Projektionen konnte der starke wirtschaftliche Einbruch im ersten Quartal vermutlich bereits im zweiten Quartal wieder kompensiert werden. Dies geht zwar auch maßgeblich auf den mit über 6 % hohen Potentialpfad des Landes zurück, ist aber auch der hohen staatlichen Interventionsfähigkeit geschuldet, die mit Blick auf die Finanzierung staatlicher Interventionen zur Stimulierung der Wirtschaft jederzeit den Diskont auf das zukünftig hohe Wachstum ziehen kann. Für das gesamte Jahr dürfte die BIP-Expansion um 2 % liegen, für das kommende Jahr taxieren wir das Expansionstempo mit Blick auf die enormen Nachholeffekte auf rund 8 %. China profitiert mit Blick auf den Virusverlauf gleich von einer Vielzahl von Faktoren, die traditionell große Rolle des Staates sowie eine hohe Akzeptanz für weitreichende gesundheitspolitische Durchgriffe erleichtern ein koordiniertes und effizientes Management der Krise. Je nachdem wie persistent das Virus sein wird, ist davon auszugehen, dass der ökonomische Druck auf den Westen erheblich zunehmen dürfte, eine effiziente Überwachung des Virus als Standortfaktor zu begreifen, sollte die Suche nach einem dauerhaft wirksamen Impfstoff erfolglos bleiben.

Zinssätze Angesichts der vielfältigen Bedrohungen und globalen Risiken durch die Corona-Epidemie haben die internationalen Notenbanken alle Geldschleusen auf unbestimmte Zeit voll geöffnet. Die Fed bestätigte jüngst abermals den Zielkorridor für den Leitzins bei 0,00 % - 0,25 % und kündigte an, dass sie US-Staatsanleihen und hypothekengedekte Wertpapiere in unvermindertem Tempo weiter kaufen wird. Die Fed erwartet weiterhin, an der Nullzinspolitik so lange festzuhalten, bis sie sicher ist, dass die Wirtschaft die Corona-Krise „überstanden hat“.

Mit Blick auf den weiteren Kurs der EZB haben die Daten unsere Einschätzung, dass die Geldpolitik für die Eurozone voraussichtlich noch wesentlich mehr Stimulus erzeugen muss als die Fed, weiter untermauert: Auf Basis der Erfahrungen der Finanzkrise steht zu erwarten, dass die Erholung in Europa wesentlich zäher von stat-

ten geht als in den USA. 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. Sollte zudem etwa der Tourismus in Südeuropa auf Dauer so eingeschränkt bleiben müssen, wie derzeit, stünde die Europäische Union vor Zentrifugalkräften einer ganz neuen Dimension.

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 60 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 nunmehr zusätzlich beschlossenen Fiskalpakete innerhalb der süd-europäischen Peripherie für ein gutes Sentiment sorgen. In unserem Hauptszenario 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 Tiefstände in Angriff genommen werden.

Devisenmärkte

Die jüngsten BIP-Daten verweisen, wie oben erörtert, u.E. darauf, dass der wirtschaftliche Einbruch in den USA trotz der größeren Probleme mit dem Management der Pandemie geringer sein könnte als vielfach befürchtet wird. Demgegenüber verweisen die Daten für Europa mit dem außerordentlich scharfen Einbruch selbst in Deutschland darauf, dass der wirtschaftliche Einbruch in Europa bereits in der unmittelbaren Erstreaktion tiefer geht als bislang erwartet. Vor dem Hintergrund der höheren wirtschaftlichen Flexibilität in den USA wäre dies ein weiterer Beleg dafür, dass die US-Wirtschaft die Corona-Krise einmal mehr schneller überwindet als die Europäer. Allerdings ist es noch deutlich zu früh, um dies abschließend zu beurteilen, vor allem weil die Krise noch lange nicht ausgestanden ist. Die USA bewegen sich mit Blick auf das Pandemiegeschehen zudem in der Zeitachse deutlich hinter Europa, so dass die Zahlen eben nicht ohne weiteres vergleichbar sind.

Im Ergebnis bleibt die Typik der Pandemie auch weiterhin maßgeblich für die Unterschiede zwischen den USA und Europa: Je früher sich die Pandemie in ihrer Wirkung zurückbildet, desto eher dürften die ökonomischen Vorteile auf Seiten der USA wieder stärker spürbar werden. In einem Szenario, wo sich die Kollateralschäden der Pandemiebekämpfung sukzessive zurückbilden werden, dürfte der Zinsvorteil dann perspektivisch wieder stärker auf Seiten der USA liegen. Unverändert ist zudem davon auszugehen, dass sich die Exportüberschüsse im Rahmen einer stärkeren Politisierung des Welthandels weiter zurückbilden dürften: Europa hat hier im Quervergleich zu den anderen großen Wirtschaftsblöcken den mit Abstand größten Überschuss in der Leistungsbilanz, also auch am meisten zu verlieren. Insofern sehen wir die scharfe Abwertung des Dollars vor allem auch in Zusammenhang mit einer größeren Risikoprämie mit Blick auf die Corona-Pandemie und wohl auch mit Blick auf die nahende US-Wahl – beides letztlich temporäre Faktoren. Wir belassen unsere Projektionen auf Basis unserer längerfristigen Einschätzung für den Kursverlauf von EURUSD auf den jüngst adjustierten Niveaus, wobei die Prognoserisiken angesichts der volatilsten Bewegungen in den letzten Wochen naturgemäß erheblich zugenommen haben.

Die kommende Daten-Woche

Die kommende Datenwoche steht insbesondere im Zeichen von zwei Schwerpunktthemen: Zum einen werden sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks maßgebliche Frühindikatoren für die Industrie und den Dienstleistungssektor veröffentlicht. Der Ausblick für die Industrie dürfte sich sowohl in den Ländern der Eurozone als auch in den USA weiter spürbar verbessern: Hier herrscht unverändert die starke Gegenbewegung zu den Produktionskürzungen im zweiten Quartal vor. Mit Blick auf den Dienstleistungssektor dürfte das relativ hohe Niveau im Kern gehalten werden können, die umfangreichen Stützungsmaßnahmen des Staates hatten die Stimmung vor allem in den USA hier schnell wieder drehen können. Der Fokus der Märkte dürfte dann aber auf dem US-Arbeitsmarktbericht für Juli liegen, der zum Wochenschluss veröffentlicht wird: Der Juni-Bericht hatte noch ein kräftiges Beschäftigungsplus von 4,8 Mio Stellen ausgewiesen, die Frage ist nunmehr, ob sich dieses Momentum fortsetzen konnte: Insgesamt steht u.E. zu erwarten, dass das Stellenplus wesentlich geringer ausgefallen ist und die Gegenbewegung am Arbeitsmarkt etwas an Momentum verloren hat. Wir erwarten Zuwächse um 1,6 Mio. Einheiten – etwas unterhalb der Erwartungen des Konsensus von 1,8 Mio. Einheiten. In diesem Szenario dürfte die Arbeitslosenquote weiter gesunken sein, wir halten diesbezüglich Werte um 10,5 % für realistisch.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert	
Montag, 3. August				
CH	Caixin PMI verarbeitendes Gewerbe	Juli	51,1	51,2
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	August		51,1
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	August		50,0
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	August		52,0
IT	Markit/ADACI PMI verarbeitendes Gewerbe	Juli		47,5
US	ISM-Index verarbeitendes Gewerbe	Juli	53,6	52,6
US	ISM-Subindex bezahlte Preise	Juli		51,3
US	Bauausgaben	Juni	1,0%	-2,1%
US	Gesamte Autoverkäufe	Juli	14 Mio.	13,05 Mio.
Dienstag, 4. August				
EU	PPI Industrie ex Baugewerbe (M/M)	Juni		-0,6% / -5%
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	Juli		7,3%
US	- ex Transportation	Juli		3,3%
US	Industrieaufträge	Juni	5,0%	8,0%
Mittwoch, 5. August				
CH	Caixin PMI Dienstleistungsgewerbe	Juli	57,9	58,4
CH	Caixin PMI	Juli		55,7
EC	Markit PMI Dienstleistungen	August		55,1
GE	Markit PMI Dienstleistungen	August		56,7
FR	Markit PMI Dienstleistungen	August		57,8
IT	Markit/ADACI PMI Dienstleistungen	Juli		46,4
EC	Einzelhandelsumsätze	Juni	8,4% M/M / 0,4% J/J	17,8% / -5,1%
US	ISM-Index Dienstleistungen	Juli	55,0	57,1
US	Handelsbilanz	Juni	-50,25 Mrd. USD	-54,60 Mrd. USD
Donnerstag, 6. August				
GE	Auftragseingänge Industrie	Juni	12,3% M/M / % J/J	10,4% / -29,3%
IT	Industrieproduktion	Juni		42,1% / -25%
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 01.08.2020		1434 Tsd.
Freitag, 7. August				
CH	Währungsreserven	Juli	3126,35 Mrd. USD	3112,33 Mrd. USD
CH	Exporte	Juli	-1,5% J/J	0,5%
CH	Importe	Juli	0,9% J/J	2,7%
CH	Handelsbilanz	Juli	42,3 Mrd. USD	46,4 Mrd. USD
GE	Industrieproduktion	Juni	7,2% M/M	7,8% / -19,3%
FR	Industrieproduktion	Juni	M/M / J/J	19,6% / -23,4%
GE	Handelsbilanz	Juni		7 Mrd. EUR
GE	Leistungsbilanz	Juni		6,5 Mrd. EUR
GE	Exporte (in Mrd. EUR)	Juni	M/M / J/J	8,9% M/M
GE	Importe (in Mrd. EUR)	Juni	M/M / J/J	3,6% M/M
US	Großhandelslagerbestände	Juli		-2,0%
US	Konsumentenkredite	Juni	10 Mrd. USD	-18,28 Mrd. USD
US	Change in Nonfarm Payrolls	Juli	1635 Tsd.	4800 Tsd.
US	Change in Manufact. Payrolls	Juli	315 Tsd.	356 Tsd.
US	Arbeitslosenquote	Juli	10,5%	11,1%
US	Durchschnittliche Stundenlöhne	Juli	-0,5% M/M / 4,2% J/J	-1,2% / 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.