

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3475	34,00
10Y US T-Notes	0,7	-0,05
Nikkei	23411	-209
Hang Seng	24387	193
Öl (Brent-Future)	42,7	-0,11
Gold-Future	1913	-23,00
EUR / USD	1,173	-0,01
EUR / GBP	0,909	0,00
EUR / JPY	123,49	-1,44

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jan. 21	Apr. 21	Jul. 21	Okt. 21
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,23	0,24	0,26	0,31	0,35
2J Treasuries	0,14	0,16	0,17	0,23	0,28
5J Treasuries	0,30	0,33	0,39	0,48	0,56
10J Treasuries	0,72	0,67	0,81	0,96	1,10
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,51	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,78	-0,75	-0,73	-0,71	-0,68
5J Bundesanleihen	-0,80	-0,76	-0,71	-0,67	-0,63
10J Bundesanleihen	-0,63	-0,65	-0,60	-0,55	-0,50

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jan. 21	Apr. 21	Jul. 21	Okt. 21
USD	1,17	1,16	1,11	1,09	1,07
CHF	1,10	1,06	1,08	1,04	1,03
GBP	0,91	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,98	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,37	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,65	1,63	1,56	1,54	1,53
NZD	1,78	1,76	1,69	1,68	1,65
CAD	1,55	1,59	1,54	1,49	1,47
JPY	123	125	122	124	122
Renminbi	7,85	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 Kunden

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 Wie erwartet, waren die jüngsten Prognosen der internationalen Wirtschaftsforschungsinstitute durchgehend von einer Aufwärtsrevision geprägt: So taxiert der IWF die Kontraktion der Weltwirtschaft im laufenden Jahr auf nunmehr – 4,4 %, was eine Aufwärtsrevision von 0,8 Prozentpunkten beinhaltet. Die Wachstumsprognose für 2021 senkte der IWF allerdings um 0,2 Prozentpunkte auf 5,2 Prozent etwas ab - vor allem wegen anhaltender Belastungen durch die Corona-Krise. Damit verweisen nunmehr auch die Projektionen des Internationalen Währungsfonds darauf, dass der weltwirtschaftliche Output bereits im kommenden Jahr wieder das Vorkrisenniveau erreichen kann. In die gleiche Richtung argumentierten jüngst auch die deutschen Institute in ihrer „Herbstprognose“, die für das kommende Jahr gar eine Beschleunigung des Wachstums auf 5,9 % für möglich halten - allerdings operieren die Institute bei der Prognose mit einer etwas anderen Länderangrenzung als der IWF, insofern sind die Ergebnisse nicht exakt vergleichbar. Im Kern argumentiert die Mehrheit der deutschen Institute mit dem Umstand, dass die Corona-Krise eben keine normale (endogene) Rezession ist, sondern ein exogener Schock: Dies erklärt maßgeblich die Geschwindigkeit der Erholung der Wirtschaft im Verlauf des Sommers 2020. Im Unterschied zur „Großen Rezession“ der Jahre 2008/2009 „zeichne sich für die Corona-Krise eher ein V-förmiger Verlauf ab“, bei dem relativ rasch zum Vorkrisenniveau aufgeschlossen werden kann, was unserer bisherigen Grundauffassung fast exakt entspricht.

Anders als bei der Lehman-Krise war der Weltwirtschaftszyklus vor dem Ausbruch der Pandemie in einer soliden Verfassung – insofern sollte die Überwindung der Pandemie u.E. sukzessive in einen stabilen Aufschwung münden können, wenn die Weltwirtschaft relativ rasch wieder in ihr Formgedächtnis zurückfindet und Impfstoffe sukzessive verfügbar werden. Derzeit kommt es zwar gerade in Europa wieder zu einer starken neuen Welle an Neuinfektionen. Insofern nehmen die die konjunkturellen Abwärtsrisiken vor allem in Europa wieder zu. Im Kern hat aber rund um den Globus bereits eine erhebliche Anpassung an die Bedrohungen durch das Virus stattgefunden, so dass die Effekte auf die Wirtschaft spürbar geringer ausfallen werden: Die Verschärfung der Corona-Beschränkungen trifft vor allem Branchen wie den Tourismus, die ohnehin weitgehend stillgelegt sind. Die Produktion und Nachfrage anderer Güter dürfte im Gegensatz zur ersten Infektionswelle kaum betroffen sein, die Daten vom internationalen Handel zeigen unterdessen, dass sich die Weltwirtschaft in toto immer robuster entwickelt. Vor allem in China haben sich die Daten zuletzt trotz weiterhin latenter Risiken sehr dynamisch gezeigt. Auffällig waren hierbei aber auch die konstant

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

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

	Jan. 20	Apr. 20	Jul. 20	letzter
Markt: Verarb. Gewerbe	46,3	44,5	47,4	53,7
Markt: Dienstleistungen	52,8	26,4	48,3	48,0
EU-Geschäftsklima	-0,3	-0,2	-2,2	-1,2
Insee-Geschäftsklima	106,9	96,2	66,9	92,9
Konsumentenvertrauen	-8,1	-11,6	-14,7	-13,9

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Jan. 20	Apr. 20	Jul. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	95,9	86,5	86,3	93,4
Markt: Verarb. Gewerbe	43,7	45,4	45,2	56,4
Markt: Dienstleistungen	52,9	31,7	47,3	50,6
Auftragseingänge	99,0	87,3	91,7	99,0
GfK-Konsumklima	9,7	8,1	-18,6	-1,7

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

positiven Datenüberraschungen in den USA, vor allem was die vorlaufenden Indikationen für die Investitionen anbelangte: Offenkundig ebbten die Effekte der Pandemie auf die wirtschaftliche Dynamik trotz des fast gänzlichen Fehlens einer kohärenten nationalen Strategie zur Bekämpfung der Pandemie selbst in den USA spürbar ab. Die Konsumenten sind auf den E-Commerce ausgewichen, die Unternehmen treiben mit der Digitalisierung die nächste Innovationswelle an, wovon auch der Blick auf die Entwicklung an den US-Technologiebörsen zeugt. Da sich der asiatisch-pazifische Raum angetrieben von China weiter robust entwickelt, sollten sich die Effekte der 2. Welle in summa zumindest auf der globalen Ebene in Grenzen halten. Bis dato zumindest verweisen die höherfrequenten Daten darauf, dass die eingangs genannten Projektionen trotz der sich entfaltenden zweiten Infektionswelle erreichbar sind – eine abermalige Rezession ist damit extrem unwahrscheinlich.

Zinssätze Die internationalen Zinssätze sind angesichts der anrollenden zweiten Welle an Neuinfektionen weiter abgesunken. Während sich die US-Sätze vom Niveau her einigermaßen halten konnten, gingen die europäischen Kapitalmarktzinsen weiter deutlich zurück: Hintergrund dieser Entwicklung dürfte der Umstand sein, dass es für die Eurozone aufgrund der generell geringeren ökonomischen Flexibilität spürbar schwerer sein dürfte, die Pandemie konjunkturell zu überwinden. Die große Sorge im Euroraum ist zudem, dass die Länder Südeuropas besonders unter einem abermaligen Lockdown leiden könnten: Länder, wie vor allem Spanien und Italien, in denen die personennahen Dienstleistungen wie der Tourismus einen großen Anteil an der Wertschöpfung ausmachen, sind vom Wirtschaftseinbruch besonders stark betroffen. In Spanien, wo zudem ein besonders langer Lockdown verordnet wurde, war der Einbruch mit 22% im ersten Halbjahr innerhalb der Länder der Eurozone am stärksten. Damit gerät auch der innereuropäische konjunkturelle Verbund immer stärker aus dem Tritt, mit der Folge dass die Zentrifugalkräfte in der Union weiter signifikant steigen werden, wie etwa auch das Abswellen der Target-Salden eindrucksvoll belegt.

Vor diesem Hintergrund wird auch transparent, warum gerade in Europa die mittelfristigen Inflationserwartungen zuletzt wieder spürbarer unter Druck geraten sind. Die EZB beeilte sich angesichts des Anstiegs der Neuinfektionen denn auch relativ rasch zu signalisieren, dass sie grundsätzlich bereit sei, mehr zu tun. Wir erwarten daher auch weiterhin, dass die EZB in eine weitere Runde massiver monetärer Alimentation gezwungen werden wird. Formaler Anlass könnte die Neubewertung ihrer Politik am Jahresende auf der Grundlage neuer Prognosen sein. Dann dürfte die EZB ankündigen, das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) noch einmal aufzustocken und zu

verlängern. Auch die Fed bekräftigte zuletzt einmal mehr, dass eine akkommodierende Geldpolitik verfolgt werden soll, solange die durchschnittliche Inflationsrate unterhalb der Inflationsziels von 2% liegt. Laut den aktualisierten Projektionen wird bis einschließlich Ende 2023 kein inflationäres Überschießen erwartet, sodass die Mehrheit der FOMC-Mitglieder für den kompletten Prognosezeitraum keine Leitzinserhöhungen prognostiziert.

Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik rund um den Globus bleibt das Aufwärtspotential für die Kapitalmarktzinssätze eng begrenzt. Das jüngste abermalige Absacken des internationalen Zinsgefüges bestätigt uns in unserer Prognose deutlich unterhalb des Konsensus-Niveaus. Vor allem in Europa haben sich die Konsensus-Projektionen in den letzten Wochen mit einem Rückgang von rund 30 Basispunkten erheblich unseren bisherigen Projektionen angenähert. Wir haben derweil die Projektionen für die Bundesanleihen auf Jahressicht noch einmal leicht abwärts korrigiert und erwarten Renditen um - 50 Basispunkte für die 10-jährigen Bundesanleihen in den kommenden 12 Monaten auf Jahressicht – damit liegen wir rund abermals rund 25 Basispunkte unter dem Konsensus. Die US-Projektionen für die 10-jährigen Treasuries belassen wir unterdessen bei 1,1 % auf Jahressicht.

Credit Spreads Die Corporate Spreads sind – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – jüngst zwar wieder etwas gestiegen, im Kern sind sie aber seit dem Sommer in eine Seitwärtsbewegung übergegangen: Hintergrund dürften die wieder gestiegenen konjunkturellen Risiken sein, die aus der sich abzeichnenden zweiten Pandemiewelle herrühren. In unserem Hauptszenario erwarten wir aber wie oben ausgeführt, dass sich die Credit-Spreads im Zuge der Erholung in Europa weiter zurückbilden: Die Kombination von reichlicher Versorgung mit Liquidität und einer rund um den Globus besser verlaufenden Erholung der Weltwirtschaft dürften auch weiterhin kurstreibend wirken. Auf Jahressicht könnten dann zunächst die Tiefststände aus dem Jahre 2018 in Angriff genommen werden: Wir erwarten eine weitere Spreadkompression auf Werte um 40 Basispunkte.

Devisenmärkte Der US-Dollar konnte sich in den letzten zwei Monaten gegenüber dem Euro sukzessive wieder etwas besser behaupten. Grundsätzlich hatte die starke Verringerung des US-Zinsvorteils den Euro im Sommerhalbjahr gestützt, als die Fed mehr und mehr klar machte, dass sie ihren Expansionsgrad weiter erhöhen würde. Offenkundig laufen diese Effekte aber nunmehr allmählich aus und erklären, warum es zu einer Seitwärtsbewegung bei EURUSD bzw. zuletzt zu einer Gegenbewegung gekommen ist. Sowohl die Fed als auch die EZB hatten es mit weiteren expansiven Maßnahmen zunächst geschafft, die mittelfristigen Inflationserwartungen zu stabilisieren. Mittlerweile schlagen die in Europa u.E. deutlich gedämpfteren Erholungsperspektiven für die kommenden Jahre aber wieder stärker auf die marktimpliziten Erwartungen für die Inflation durch – zu Recht: Die schwere Rezession im Euroraum hat den 2019 zu beobachtenden leichten Aufwärtstrend bei der Inflation abrupt gestoppt, es ist davon auszugehen, dass die Corona-Pandemie die europäischen Volkswirtschaften weit zurückwerfen wird und die Erholungsdynamik aufgrund der strukturellen Probleme der Eurozone unterdurchschnittlich bleibt. Die EZB wird daher mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit in die nächste Runde massiver monetärer Expansion gezwungen, während die Fed aus unserer Sicht eher stillhalten dürfte, da sich die Wirtschaft wesentlich besser schlägt. Mittel- und längerfristig ist schließlich 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. Wir belassen daher unsere Projektionen auf Basis unserer längerfristigen Einschätzung für den Kursverlauf von EURUSD auf den zuletzt adjustierten Niveaus.

Mit Blick auf den Kursverlauf des Renminbi haben wir unsere Projektionen angehoben (vgl. Tabelle). Hintergrund ist das permanent hohe Wachstumstempo in China im Vergleich zum Rest der Welt. Dies schlägt sich auch einem zumindest perspektivisch etwas weniger expansiven geldpolitischen Kurs der chinesischen Notenbank nieder, die sich allmählich aus dem Krisenmodus zurückzieht. Die starke Aufwärtstendenz dürfte solange Bestand haben, wie die US-Wirtschaft nicht eindeutiger Trift gefasst hat und ein Ende des „whatever it takes“ auch der Fed in Sicht kommt. Darüber hinaus haben wir vor dem Hintergrund der deutlich schwächeren Entwicklung der Rohstoffpreise unsere Einschätzung für EURNOK adjustiert: Wir gehen mit Blick auf die weiterhin extrem soliden vor allem ordnungspolitischen Perspektiven des Landes von einer Aufwertung aus, diese sollte sich aber erst später materialisieren als bislang angenommen (vgl. Tabelle). Dies geht maßgeblich auf den pandemiebedingten deutlich schwächeren Verlauf der Rohstoffpreise zurück – dies wird etwa mit Blick auf die Crossrate zur Schwedischen Krone erkennbar, die erkennbar aus ihren üblichen Relationen ausbricht und vom starken Preisrückgang vor allem beim Öl geprägt

ist. Die ursprünglichen Kursziele von EURNOK 9,2 % bleiben mit Blick auf die hervorragenden langfristigen Perspektiven des Landes grundsätzlich erhalten, sie werden aber erst im weiteren Verlauf erreicht.

Die kommende Daten-Woche

Die kommende Woche bringt zunächst Aufschluss über die Stärke der Erholung in China. Für das dritte Vierteljahr erwarten wir mit dem Konsensus eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts von 3,3 % gegenüber dem Vorquartal. Die Industrieproduktion sollte im September mit 5,9 % gegenüber dem Vorjahr ähnlich zugelegt haben wie im August. In der Summe dürften die Daten zu Recht das Bild zeichnen, dass sich die chinesische Wirtschaft weiterhin auf exorbitant robustem Erholungskurs befindet. Abermals dürften im Euroraum die Corona-Beschränkungen insbesondere den Dienstleistungssektor betreffen. Der diesbezügliche Einkaufsmanagerindex dürfte im Oktober vermutlich abermals gefallen sein, wir erwarten mit dem Konsensus einen Wert um 47,5 Indexpunkte. Hingegen steht nach unserem Dafürhalten zu erwarten, dass der Index für das Verarbeitende Gewerbe mit knapp 52,9 Indexpunkten weiter im expansiven Bereich verweilt. Die Daten für Deutschland sollten auch etwas schwächer ausfallen, vor allem mit Blick auf die Entwicklung in der Industrie steht Deutschland aber viel besser da als vor allem die Länder Südeuropas. Die konjunkturelle Divergenz sollte sich hier noch erheblich verschärfen. Schließlich erwarten wir mit Spannung die jüngste Entwicklung des Frühindikators für bzw. aus Belgien, der aufgrund seiner intensiven Vernetzung mit der wirtschaftlichen Entwicklung Gesamteuropas über hervorragende statistische Eigenschaften vor allem mit Blick auf den Vorlauf vor der Realwirtschaft verfügt. Wir erwarten mit Niveaus um -10 Indexpunkte leichte Zuwächse des Indikators, die allerdings auch weiterhin auf eine deutlich schwächere BIP-Erholung im dritten Quartal verweisen werden als in den USA. Gleiches gilt für das Verbrauchervertrauen, das sich ebenfalls spürbar weniger dynamisch erholt haben dürfte als jenseits des Atlantiks. In den USA sind schließlich die Daten vom Arbeitsmarkt, der Index der Frühindikatoren und die Immobiliendaten von Interesse, die im Kern von einem weiter lebhaften Aufwärtsmomentum der US-Wirtschaft zeugen sollten.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 19. Oktober			
US NAHB Housing Market Index	Oktober	83	83
CH Einzelhandelsumsätze (J/J)	September	1,6% J/J	0,5%
CH Industrieproduktion (J/J)	September	5,8% J/J	5,6%
CH BIP	3. Quartal	3,3% Q/Q / 5,5% J/J	11,5% / 3,2%
Dienstag, 20. Oktober			
US Baubeginne	September	1452 Tsd.	1416 Tsd.
US Baugenehmigungen	September	1520 Tsd.	1476 Tsd.
GE Erzeugerpreise	September	0,1% M/M / -1,3% J/J	0% / -1,2%
IT Leistungsbilanz	August		9308,423 Mio. EUR
Mittwoch, 21. Oktober			
US Beige Book der Fed			
Donnerstag, 22. Oktober			
US Initial Jobless Claims	Woche zum 17.10.2020		898 Tsd.
US Index der Frühindikatoren	September	0,8%	1,2%
US Verkäufe bestehender Häuser	September	6,2 Mio.	6 Mio.
FR Geschäftsklimaindex	Oktober	95,5	95,6
EC Verbrauchervertrauensindex	Oktober	-15	-14
Freitag, 23. Oktober			
BE Geschäftsklimaindex	Oktober		-10,8
EC Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Oktober	53,0	53,7
GE Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	Oktober	55,0	56,4
FR Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Oktober	51,1	51,2
EC Markit PMI Dienstleistungen	Oktober	47,0	48,0
GE Markit PMI Dienstleistungen	Oktober	49,5	50,6
FR Markit PMI Dienstleistungen	Oktober	47,1	47,5

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.