

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3476	225,00
10Y US T-Notes	0,8	-0,06
Nikkei	24325	993
Hang Seng	25713	1.606
Öl (Brent-Future)	40,1	2,65
Gold-Future	1960	81,60
EUR / USD	1,189	0,02
EUR / GBP	0,905	0,01
EUR / JPY	122,80	0,87

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,23	0,24	0,25	0,29	0,31
2J Treasuries	0,15	0,22	0,23	0,27	0,30
5J Treasuries	0,34	0,39	0,45	0,52	0,58
10J Treasuries	0,77	0,73	0,87	1,00	1,12
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	-0,76	-0,74	-0,71	-0,69
5J Bundesanleihen	-0,81	-0,77	-0,72	-0,68	-0,64
10J Bundesanleihen	-0,64	-0,66	-0,61	-0,56	-0,51

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Feb. 21	Mai. 21	Aug. 21	Nov. 21
USD	1,19	1,16	1,11	1,09	1,07
CHF	1,10	1,06	1,08	1,04	1,03
GBP	0,90	0,91	0,90	0,90	0,89
NOK	10,91	10,50	10,40	10,20	9,80
SEK	10,27	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,64	1,63	1,56	1,54	1,53
NZD	1,75	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	7,68	7,38	7,30	7,28

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 Die Corona-Pandemie hält die Weltgemeinschaft weiter in Atem. Wie von uns erwartet, treten dabei aber die regionalen Besonderheiten angesichts eines sich wieder intensivierenden Infektionsgeschehens sukzessive stärker hervor. In Europa ist es im zweiten Quartal zu einer - für uns in diesem Ausmaß - überraschend kräftigen konjunkturellen Gegenreaktion gekommen: Laut der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt in Euro-land nach einem Rückgang im Vorquartal um -11,8 % nun im dritten Quartal 2020 um 12,7 % im Vergleich zum Vorquartal angestiegen, wobei alle großen EWU-Länder eine starke Aufholbewegung aufweisen konnten. Angesichts der derzeit anlaufenden zweiten Welle ist nunmehr allerdings mit einer spürbaren Abschwächung der Erholungsbewegung zu rechnen. Erneute Einschränkungen aufgrund des Infektionsgeschehens werden zumindest das laufende Quartal spürbar belasten, vor allem der Dienstleistungssektor (z.B. insbesondere der Tourismus in Südeuropa) dürfte sich erkennbar schwächer entwickeln.

Im Kontrast zur Entwicklung in Europa zeigt sich die wirtschaftliche Entwicklung in den großen anderen Wirtschaftsräumen robuster. Trotz annähernd 100.000 Neuinfektionen pro Tag entwickelt sich die US-Konjunktur zumindest bislang erstaunlich solide, obgleich auch in den USA selektive Einschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität beibehalten werden. In China ist es offenkundig dank teilweise drakonischer Maßnahmen gelungen, die Neuinfektionen fast auf Null zu senken. Sowohl die USA als auch China wachsen unterdessen spürbar und zeigen sich zumindest in der ökonomischen Entwicklung vergleichsweise unbeeinträchtigt von der Pandemie. In China zeigen die Einkaufsmanagerindizes und die monatlichen Konjunkturzahlen an, dass sich die wirtschaftliche Erholung auch zu Beginn des vierten Quartals fortsetzt und vor allem der Dienstleistungssektor immer stärker Fahrt aufnimmt, während sich die Indikation für die Industrie weiter sehr solide entwickelt und unverändert weit im Expansionsbereich verweilt. Gleiches gilt auch für die USA, wo der ISM-Indikator für das Verarbeitende Gewerbe mit einem Indexstand von zuletzt 59,6 Indexpunkten auf eine auch weiterhin äußerst dynamische Erholungsbewegung verweist. Bemerkenswert ist ferner, dass trotz einer weiterhin grassierenden Epidemie die Stimmung im US-amerikanischen Dienstleistungssektor weit im Expansionsbereich verweilt. In der Summe verweisen die US-Daten auf annualisierte Wachstumsraten von annähernd 5 %, so dass die US-Wirtschaft ihr Vorkrisenniveau ggf. sogar bereits im dritten Quartal des kommenden Jahres erreichen könnte.

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

	Feb. 20	Mai. 20	Aug. 20	letzter
Markt: Verarb. Gewerbe	47,9	33,4	51,8	54,8
Markt: Dienstleistungen	52,5	12,0	54,7	46,9
EU-Geschäftsklima	-0,1	-1,9	-1,8	-0,7
Insee-Geschäftsklima	104,8	48,9	76,5	88,7
Konsumentenvertrauen	-8,1	-22,0	-15,0	-15,5

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Feb. 20	Mai. 20	Aug. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	95,3	75,2	90,4	92,7
Markt: Verarb. Gewerbe	45,3	34,5	51,0	58,2
Markt: Dienstleistungen	54,2	16,2	55,6	49,5
Auftragseingänge	103,9	64,6	94,8	99,9
GFK-Konsumklima	9,7	2,3	-9,4	-1,7

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

So bedrohlich die Pandemie für den einzelnen ist und bleibt, so ist zunehmend davon auszugehen, dass es der Staatengemeinschaft vorerst auch ohne einen Impfstoff sukzessive gelingt, zumindest die ökonomischen Kollateralschäden der Pandemiebekämpfung weiter zu senken. Grundsätzlich dürften die kürzlich verkündeten Beschränkungen des Alltagslebens die Weltwirtschaft weit weniger treffen, da die Restriktionen diesmal nicht so weitreichend sind: Mehr und mehr passen sich die Wirtschaftsprozesse an, nur in den Sektoren Beherbergung, Freizeit und Transport ist damit zu rechnen, dass es zu stärkeren Bremswirkungen kommt. Die Industrie wird derweil dadurch gestützt, dass sich der internationale Handel spürbar belebt, die Bauwirtschaft ist bislang weitestgehend nicht von Lockdown-Maßnahmen betroffen.

Im Ergebnis bleibt die Weltwirtschaft insgesamt u.E. grundsätzlich auf Erholungskurs, auch wenn das Momentum in Europa wieder abnimmt. Dank der weitreichenden Stützungsmaßnahmen und des sich weiter spürbar belebenden internationalen Umfelds sehen wir aber auch hierzulande nicht die Gefahr einer Rezession. Auch die Finanzmärkte verweisen weiterhin darauf, dass die Weltwirtschaft im nächsten Jahr ihr Vorkrisenniveau wieder erreicht. Trotz der andauernden Hängepartie bei der US-Präsidentenwahl haussierten die Aktienmärkte zum Ende des Wahlkampfes: Aktien stiegen kräftig an, Credit-Spreads verringerten sich. Hintergrund der Marktreaktion dürfte vor allem auch der Umstand sein, dass die republikanische Mehrheit im Senat größere Projekte der Demokraten behindert, darunter vor allem die Rückabwicklung der Steuerreform der Trump-Administration.

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 Abschwellen 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. Wie von uns erwartet, hat die EZB daher mittlerweile angekündigt, bei ihrer nächsten Ratssitzung am 10. Dezember umfangreiche neue geldpolitische Maßnahmen zu beschließen. Wir rechnen diesbezüglich sowohl mit einer Aufstockung und Verlängerung des Pandemic Emergency Purchase Programme als auch mit neuen langfristigen Refinanzierungsgeschäften. Die Fed hat auf ihrer jüngsten Sitzung derweil keinerlei Änderungen der Geldpolitik vorgenommen: Bisher erholt sich die US-Wirtschaft wie beschrieben viel schneller als erwartet, gleichwohl befürchtet die Fed, dass die neue Corona-Welle die Wirtschaft wieder bremsen könnte. Insofern wird die US-Notenbank - aus unserer Sicht vollkommen zu Recht - weiter zuwarten.

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 Die britische Wirtschaft leidet relativ deutlich unter der Corona-Pandemie. Wie bei der ersten Infektionswelle verbreitet sich das Virus auch bei der zweiten relativ rasch, womit neuerliche starke Einschränkungen des öffentlichen Lebens zu erwarten stehen, die die Wirtschaft signifikant abbremsen dürften. Darüber hinaus nimmt die Gefahr eines harten Brexits immer weiter zu, da die Zeit immer knapper wird: Zumindest bislang haben die Handelsgespräche keine nennenswerten Fortschritte erbringen können, so dass eine Einigung auf ein fristgerechtes Handelsabkommen zunehmend unwahrscheinlich wird. Im Ergebnis steht zu erwarten, dass der britische Export im immer wahrscheinlicheren Szenario der Abwicklung unter den WTO-Regeln massivst belastet werden könnte. Der Anteil der EU-Staaten unter den zehn wichtigsten Importländern erreichte im Jahr 2018 29,2 %. Im Jahr 2019 nahm der Außenhandel einen Anteil von 31,6 % an der gesamten britischen Wirtschaftsleistung gemessen am Bruttoinlandsprodukt ein. In der Summe gehen wir davon aus, dass es immer schwieriger werden wird, zu einer gütlichen Einigung zu gelangen. Wir bleiben jedoch optimistisch, dass zumindest eine Einigung auf ein Teil-Handelsabkommen möglich ist und ein harter Bruch mit der EU vermieden werden kann. Mit Blick auf die massiven Covid-Probleme und die zunehmende Wahrscheinlichkeit eines harten Brexits adjustieren wir unsere Pfund-Projektion auf Kurse um EURGBP 0,89 auf Jahressicht.

Die kommende Daten-Woche Die kommende Woche ist vergleichsweise datenarm: In Deutschland und Europa dürften die ZEW-Indices davon zeugen, dass sich das Sentiment wieder etwas abgekühlt hat: Die Umfrage unter Finanzmarktteilnehmern ist dabei stark von der Börsenentwicklung geprägt, wo vor allem die gesamteuropäischen Indices wieder an Terrain verloren haben. Wir erwarten mit Blick auf die US-amerikanischen „jobless claims“, dass sich der Abwärtstrend weiter fortsetzt, da die US-Wirtschaft wie berichtet gut auf Kurs ist. Das Verbrauchervertrauen der Universität Michigan sollte seinen steten Erholungskurs ebenfalls weiter fortsetzen können. Der Anstieg der Verbraucherpreise in den USA ist zu einem Großteil eine Gegenbewegung zu dem coronabedingten Rückgang im Frühjahr. Die unterliegende Preisdruck dürfte wohl auch im Oktober gedämpft geblieben sein. In der Summe lässt die

extrem robuste Entwicklung der mittelfristigen marktimpliziten Inflationserwartungen in den USA aber aufmerken, da sie mit rund 1,8 % bereits wieder das Vorkrisenniveau erreicht hat. Wir gehen davon aus, dass die Preisentwicklung moderat bleibt, die Fed wird und sollte die Inflationsentwicklung aber genau im Auge behalten: Ein ggf. angebotsseitiger Preisschock käme für die Geldpolitik zur absoluten Unzeit.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 9. November			
GE Handelsbilanz	September	13,5 Mrd. EUR	11,9 Mrd. EUR
GE Leistungsbilanz	September		16,5 Mrd. EUR
GE Exporte	September	1,0% M/M	2,4% M/M
GE Importe	September		7,0% M/M
Dienstag, 10. November			
CH Konsumentenpreise	Oktober	% M/M / 0,8% J/J	0,2% / 1,7%
CH Erzeugerpreise	Oktober	% M/M / -1,9% J/J	0,1% / -2,1%
CH Geldmenge M2	Oktober	10,9% J/J	10,9%
GE ZEW Konjunkturumfrage (Lage / Erwartung)	November	-65 / 42,5	-59,5 / 56,1
EC ZEW Konjunkturumfrage (Erwartung)	November		52,3
FR Industrieproduktion	September	0,2% M/M / -5,9% J/J	1,3% / -6,2%
IT Industrieproduktion	September	-3,4% M/M	7,7% / -0,29%
Mittwoch, 11. November			
keine Datenveröffentlichungen			
Donnerstag, 12. November			
EC Industrieproduktion	September	0,9% M/M / -5,4% J/J	0,7% / -7,2%
GE Verbraucherpreisindex	November	0,1% M/M / -0,2% J/J	0,1% / -0,2%
US Initial Jobless Claims	Woche zum 07.11.2020		751 Tsd.
US Verbraucherpreisindex	Oktober	0,2% M/M / 1,3% J/J	0,2% / 1,4%
US CPI Kernrate	Oktober	0,2% M/M / 1,7% J/J /	0,2% / 1,7%
Freitag, 13. November			
FR Verbraucherpreisindex	November	% M/M / 0% J/J	-0,1% / 0%
GE Großhandelspreise	Oktober		0% / -1,8%
EC Handelsbilanz	September		14705,4 Mio. EUR
EC BIP	3. Quartal	12,7% Q/Q / -4,3% J/J	12,7% / -4,3%
US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan	November	82,0	81,8
US Erzeugerpreisindex	Oktober	0,2% M/M / 0,4% J/J	0,4% / 0,4%
US PPI Kernrate	Oktober	0,3% M/M / 1,2% J/J	0,4% / 1,2%

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.