

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3485	96,00
10Y US T-Notes	0,8	0,14
Nikkei	22883	-38
Hang Seng	25422	308
Öl (Brent-Future)	44,9	0,64
Gold-Future	1955	7,70
EUR / USD	1,190	0,01
EUR / GBP	0,897	0,00
EUR / JPY	126,19	1,38

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Nov. 20	Mrz. 21	Jun. 21	Sep. 21
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,26	0,30	0,38	0,55	0,68
2J Treasuries	0,15	0,37	0,46	0,63	0,80
5J Treasuries	0,31	0,43	0,53	0,69	0,86
10J Treasuries	0,76	0,60	0,70	0,86	1,02
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,48	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,65	-0,72	-0,71	-0,73	-0,76
5J Bundesanleihen	-0,63	-0,66	-0,62	-0,63	-0,65
10J Bundesanleihen	-0,39	-0,45	-0,42	-0,45	-0,42

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Nov. 20	Mrz. 21	Jun. 21	Sep. 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	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,49	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,28	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,63	1,63	1,56	1,54	1,53
NZD	1,78	1,76	1,69	1,68	1,65
CAD	1,56	1,59	1,54	1,49	1,47
JPY	126	125	122	124	122
Renminbi	8,18	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 Rund um den Globus setzt sich die Erholung der Wirtschaft fort: Getragen von zeitlich verzögerten Impulsen der Verringerung der Lockdown-Maßnahmen ist davon auszugehen, dass die realwirtschaftlichen Daten vor allem im dritten Quartal eine deutliche Gegenbewegung aufweisen werden. Nach wie vor verweisen dabei sowohl die klassischen Frühindikatoren als auch die Finanzmärkte mit Blick auf die üblichen Vorläufe darauf, dass sich die starke V-förmige Erholung der Weltwirtschaft zumindest bis in das Frühjahr des kommenden Jahres fortsetzt. Die Weltwirtschaft insgesamt könnte in unserem Szenario zum Jahreswechsel 2021/2022 ihr Vorkrisenniveau wieder erreichen, wobei die maßgeblichen Impulse vor allem den Wachstumsbeiträgen Chinas geschuldet sind. Der Datenverlauf lässt hier bis zuletzt darauf schließen, dass China die Krise im globalen Maßstab mit Abstand am besten meistert. So verweisen etwa die Bloomberg-Median-Prognosen auf ein Wachstum um 8 % im kommenden Jahr, nach einem Zuwachs von 2 % im laufenden Jahr.

Mehr und mehr verdichten sich zudem die Anzeichen, dass ein wirksamer Impfstoff im Verlauf des kommenden Jahres zur Verfügung stehen wird: Vor dem Hintergrund der enormen ökonomischen und sozialen Auswirkungen der Pandemie sind die eingesetzten Ressourcen beispiellos. Mit Blick auf die Vielzahl der Projekte ist daher mit einer relativ hohen Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass mit einer wirksamen Vakzinierung der Bevölkerung zur Jahresmitte 2021 begonnen werden kann. Natürlich verbleiben dabei erhebliche Restrisiken, vor allem mit Blick auf die Dauer der Immunisierung. In der Summe ist aber schon davon auszugehen, dass von der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines wirksamen Impfstoffes mehr und mehr handfeste auch ökonomische Wirkungen ausgehen werden. So bedrohlich das Virus für den einzelnen noch bleibt, werden rational planende Akteure ihre Projektionen und vor allem ihr Handeln sukzessive neu ausrichten.

Selbst in den USA, die mit der Pandemie derzeit noch am stärksten zu kämpfen haben, verlief die Erholung bis zuletzt stärker als vielfach befürchtet worden war. Zentral ist für uns, dass selbst der zwischenzeitliche Anstieg der Neuinfektionen der Erholungsbewegung keinen Abbruch tat, weil die privaten Haushalte ihren Konsum signifikant geringer eingeschränkt haben: Im Kern „lernt“ die Gesellschaft den Umgang mit der Pandemie. Wir gehen daher weiterhin davon aus, dass es der Staatengemeinschaft im weiteren Verlauf der wirtschaftlichen Erholung gelingt, die wirtschaftlichen Kollateralschäden der Pandemiebekämpfung sukzessive zurückzufahren, etwa indem die Strafen für Maskenverweigerung sukzessive erhöht werden: Der

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

Markt: Verarb. Gewerbe	45,9	47,9	33,4	51,8
Markt: Dienstleistungen	52,2	52,5	12,0	54,7
EU-Geschäftsklima	-0,2	-0,2	-2,0	-1,8
Insee-Geschäftsklima	105,7	104,5	48,6	76,8
Konsumentenvertrauen	-7,6	-8,1	-22,0	-15,0

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Nov. 19	Feb. 20	Mai. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	94,7	95,6	74,3	90,5
Markt: Verarb. Gewerbe	42,1	45,3	34,5	51,0
Markt: Dienstleistungen	51,6	54,2	16,2	55,6
Auftragsgänge	101,8	103,9	64,5	91,1
GfK-Konsumklima	9,8	9,7	2,3	-9,4

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

ökonomische Schaden weiterer Lockdowns wiegt so schwer, dass dies quasi „alternativlos“ ist. Wie an dieser Stelle bereits öfter vermutet, erzwingt das Virus also eine mitunter durchgreifende Verhaltensanpassung.

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 erwartet weiterhin, an der Nullzinspolitik so lange festzuhalten, bis sie sicher ist, dass die Wirtschaft die Corona-Krise „überstanden hat“. Mit Blick auf die Strategieüberprüfung würdigt die Fed grundsätzlich den Umstand, dass das Inflationsziel in den letzten Jahren systematisch unterschritten wurde. Daher wird sie zukünftig ceteris paribus eher expansiver agieren: Bei einer starken Anspannung am Arbeitsmarkt werden dämpfende Maßnahmen später ergriffen, bei einem Abschwung schneller expansive Maßnahmen eingeleitet. Ankerpunkt der Strategie der Fed bleibt dabei aber das Ziel einer Inflationsrate um 2 %, das sie allerdings nunmehr stärker im Durchschnitt anstreben will: Die Operationalisierung der geldpolitische Strategie der Fed erfolgt quasi stärker mithilfe eines gleitenden Durchschnitts als mit einem Punktziel, d.h. temporäre Zielabweichungen werden zur Herstellung längerfristiger Gleichgewichte eher toleriert. Im Kern zollt die Fed damit auch den gestiegenen Problemen der Prognose der heimischen Inflation Rechnung, die sich u.E. auch maßgeblich aus der Globalisierung/„Amazonisierung“ der Inflation ergeben haben. Dies bedeutet aber auch, dass eine Umkehr dieses Trends auch eine Kehrtwende der Fed bedeuten würde. Einer mechanistischen Interpretation der neuen geldpolitischen Leitlinien erteilte Powell denn auch eine klare Absage: Die Fed wird sich also immer einen erheblichen diskretionären Spielraum offen halten (müssen). Man sollte die Veränderungen daher auch nicht überinterpretieren – es ist sicherlich auch ein Stück weit Marketing der Fed in einem ordnungspolitisch bzw. innenpolitisch anspruchsvollen Umfeld. Im Ergebnis wird die US-Geldpolitik grundsätzlich expansiver, eine Zinswende selbst in den USA ist auf Basis der eher „dovishen“ Grundhaltung des FOMC derzeit nicht absehbar.

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 statten 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. Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik rund um den

Globus bleibt das Aufwärtspotential für die Kapitalmarktzinssätze eng begrenzt. Wir belassen unsere Schätzungen für die Zinssätze unverändert deutlich unterhalb des Bloomberg-Konsensus (USA 2021Q3: 1,5 %, Deutschland 2021Q3: 0,0 %).

Credit Spreads

Die Corporate Spreads sind – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – weiter gefallen: Zuletzt sanken die Spreads beim 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe auf knapp 55 Basispunkte. In unserem Hauptszenario erwarten wir weiterhin, dass sich die Credit-Spreads im Zuge der immer wahrscheinlicher werdenden 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 die alten Tiefststände in Angriff genommen werden.

Devisenmärkte

Die jüngsten BIP-Daten verweisen 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 ging 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 auf 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 im Zusammenhang mit einer höheren 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 volatilen Bewegung in den letzten Wochen naturgemäß erheblich zugenommen haben.

Die kommende Daten-Woche

Die kommende Woche dürfte eine Bestätigung des Aufwärtstrends der Frühindikatoren sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks mit sich bringen. Auffällig ist hierbei allerdings, dass die US-Indices durchgängig weiter im Expansionsbereich liegen als ihre europäischen Pendants: Beide ISM-Indices befinden sich im Rahmen der scharfen Gegenbewegung weit oberhalb des neutralen Niveaus von 50 Indexzählern. Wir erwarten diesbezüglich, dass das relativ hohe Niveau auch in den kommenden Monaten zumindest gehalten werden wird: Für den Index für das verarbeitende Gewerbe rechnen wir mit einem Indexstand von 54,1 (Vormonat: 54,2), bei den Dienstleistungen erwarten wir einen Indexstand von 57,5 nach einem Indexstand von 58,1 im Juli. Mit Blick auf die Erholung des Arbeitsmarktes gehen wir davon aus, dass sich der Stellenzuwachs zunächst weiter abschwächt. Gleichwohl sollte die Arbeitslosenquote weiter erkennbar rückläufig sein, wir erwarten hier einen Rückgang auf 9,9%, spürbar geringer als noch im Vormonat, wo eine Quote von 10,2 % verzeichnet wurde. Auch in Europa dominiert weiterhin das Aufwärtsmoment, vor allem in Deutschland: So dürften die Auftragseingänge der deutschen Industrie im Juli einmal mehr kräftig zulegen können, getragen von einer spürbaren Zunahme auch der Inlandsorders. Vor allem auch die jüngsten Ifo-Zahlen lassen einen weiteren Anstieg der Aufträge erwarten, wobei sich auch die Perspektiven für den für Deutschland so wichtigen Fahrzeugsektor aufhellen.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 31. August			
CH	PMI verarbeitendes Gewerbe	August	51,1
CH	PMI Dienstleistungsgewerbe	August	54,1
GE	Einzelhandelsumsätze	Juli	0,5% M/M / 4,1% J/J
GE	Verbraucherpreisindex	August	0% M/M / 0,1% J/J
IT	Verbraucherpreisindex	August	-0,2% / -0,4%
IT	BIP	2. Quartal	-12,4% / -17,3%
Dienstag, 1. September			
CH	Caixin PMI verarbeitendes Gewerbe	August	52,3
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	51,7
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	September	53,0
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	49,0
IT	Markit/ADACI PMI verarbeitendes Gewerbe	August	51,9
EC	Verbraucherpreisindex (Kernrate)	August	-0,4% / 0,4% (1,2%)
EC	CPI-Schätzung	August	0,2% J/J
GE	Arbeitslosenrate (sa)	August	6,4% J/J
EC	Arbeitslosenrate	Juli	8% J/J
US	ISM-Index verarbeitendes Gewerbe	August	54,5
US	ISM-Subindex bezahlte Preise	August	53,2
US	Bauausgaben	Juli	1,0%
US	Gesamte Autoverkäufe	August	14,55 Mio.
			14,52 Mio.
Mittwoch, 2. September			
EU	PPI Industrie ex Baugewerbe (M/M)	Juli	0,7% / -3,7%
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	August	11,2%
US	- ex Transportation	August	2,4%
US	Industrieaufträge	Juli	3,8%
US	Beige Book der Fed		6,2%
Donnerstag, 3. September			
CH	Caixin PMI Dienstleistungsgewerbe	August	53,8
CH	Caixin PMI	August	54,5
EC	Markit PMI Dienstleistungen	September	50,1
GE	Markit PMI Dienstleistungen	September	50,8
FR	Markit PMI Dienstleistungen	September	51,9
IT	Markit/ADACI PMI Dienstleistungen	August	51,6
EC	Einzelhandelsumsätze	Juli	1% M/M / 3% J/J
US	ISM-Index Dienstleistungen	August	57,3
US	Handelsbilanz	Juli	-52,3 Mrd. USD
US	Produktivität ex Agrar	2. Quartal	7,3%
US	Lohnstückkosten ex Agrar	2. Quartal	12,2%
			12,2%
Freitag, 4. September			
GE	Auftragseingänge Industrie	Juli	6% M/M / -5,7% J/J
US	Change in Nonfarm Payrolls	August	1575 Tsd.
US	Change in Manufact. Payrolls	August	88 Tsd.
US	Arbeitslosenquote	August	9,9%
US	Durchschnittliche Stundenlöhne	August	0% M/M / 4,4% J/J
			0,2% / 4,8%

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.