

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3455	-89,00
10Y US T-Notes	0,7	-0,06
Nikkei	23205	323
Hang Seng	24695	-727
Öl (Brent-Future)	44,2	-0,89
Gold-Future	1936	-36,30
EUR / USD	1,183	-0,01
EUR / GBP	0,893	0,00
EUR / JPY	125,87	0,48

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Dez. 20	Mrz. 21	Jun. 21	Sep. 21
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,25	0,30	0,38	0,55	0,67
2J Treasuries	0,13	0,38	0,47	0,63	0,80
5J Treasuries	0,26	0,44	0,53	0,70	0,86
10J Treasuries	0,66	0,61	0,71	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	-0,70	-0,73	-0,71	-0,74	-0,77
5J Bundesanleihen	-0,70	-0,67	-0,63	-0,65	-0,66
10J Bundesanleihen	-0,48	-0,47	-0,44	-0,47	-0,44

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Dez. 20	Mrz. 21	Jun. 21	Sep. 21
USD	1,18	1,16	1,11	1,09	1,07
CHF	1,10	1,06	1,08	1,04	1,03
GBP	0,89	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,56	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,36	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,63	1,63	1,56	1,54	1,53
NZD	1,76	1,76	1,69	1,68	1,65
CAD	1,55	1,59	1,54	1,49	1,47
JPY	126	125	122	124	122
Renminbi	8,08	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 Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich fort. Derzeit befinden sich die meisten Länder der Erde in einer überaus starken Gegenbewegung, die sich unmittelbar aus der Rückführung der Lockdown-Maßnahmen ergibt. So sind derzeit sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks die meisten Frühindikatoren in einer dynamischen Aufwärtsbewegung begriffen. Selbst in den USA, die ja innerhalb der Gruppe der Industrienationen derzeit noch die größten Probleme haben, die Pandemie einzugrenzen, verwiesen zuletzt immer mehr Indikatoren auf eine anhaltend dynamische Erholung der Wirtschaft. Aber auch auf der global aggregierten Ebene – also inklusive der Schwellen- und Entwicklungsländer – signalisieren die Einkaufsmanagerindizes eine Fortsetzung des Aufschwungs: Vor allem in der Industrie liegen die weltweit aggregierten Indices wieder klar im Expansionsbereich. Damit entwickelt sich die Weltwirtschaft weiter entsprechend unserem Szenario eines „rechtsschiefen V“: Zunächst dominiert eine quasi mechanistische Gegenbewegung, die dann im weiteren Verlauf an Dynamik nachlässt. Erst in den nächsten Quartalen wird also sukzessive trennschärfer erkennbar werden, wie nachhaltig der unterliegende Trend tatsächlich aufwärts gerichtet ist und erst dann wird sich konjunkturell die Spreu vom Weizen trennen. Auffällig war diesbezüglich das Ausscheren der Frühindikatoren für den europäischen Dienstleistungssektor, wo der Dienstleistungs-PMI nach starken Vormonaten überraschend deutlich nachgab. Dies stützt einmal mehr unsere Einschätzung, dass das Euroland das Vorkrisenniveau später erreichen wird als die US-Volkswirtschaft. Der Datenverlauf in China stützt derweil auch weiterhin unsere Einschätzung, dass China bereits wieder auf einen dynamischen Wachstumskurs eingeschwenkt ist.

Für unser Szenario, dass die Weltwirtschaft die Corona-Pandemie schneller überwindet als vom Konsensus erwartet, sprach zuletzt insbesondere auch die Entwicklung des internationalen Güterhandels: Nach einer Analyse des Kieler Instituts für Weltwirtschaft vom Ende August zeigt sich der Welthandel deutlich „robuster“ als in der Lehman-Krise: Die Auswertung der internationalen Handelsdaten zeige, dass sich der internationale Güterverkehr derzeit wesentlich schneller festige und bereits nach lediglich zwei Monaten ein Niveau erreicht habe, das in der Zeit nach Lehman erst nach über einem Jahr erreicht werden konnte. Dies belegt aus unserer Sicht einmal mehr auch den Unterschied in der Typik der Krise, die eben kein normaler wirtschaftlicher Abschwung ist und war, sondern im Kern ein „administriertes Einfrieren“ der Wirtschaft – ein Umstand, den man insbesondere mit Blick auf die Einschätzung der zukünftigen Dynamik der globalen Erholung nicht unterschätzen sollte. Die Handelsdaten verweisen im Schulterschluss mit den marktimpliziten

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

	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	letzter
Markit: Verarb. Gewerbe	46,9	49,2	39,4	51,7
Markit: Dienstleistungen	51,9	52,6	30,5	50,5
EU-Geschäftsklima	-0,2	0,0	-2,4	-1,8
Insee-Geschäftsklima	106,4	104,9	53,0	88,3
Konsumentenvertrauen	-7,2	-6,6	-18,8	-14,7

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	94,9	95,8	79,7	92,6
Markit: Verarb. Gewerbe	44,1	48,0	36,6	52,2
Markit: Dienstleistungen	51,7	52,5	32,6	52,5
Auftragseingänge	100,5	102,7	71,2	94,3
GfK-Konsumklima	9,6	9,1	-23,1	-0,2

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren jedenfalls darauf, dass die Weltwirtschaft ihr „Formgedächtnis“ möglicherweise schneller wiederfindet als zwischenzeitlich zu befürchten stand. So dominieren derzeit landauf landab teilweise erhebliche Hochrevisionen des erwarteten Wachstumspfades vor allem für das zweite Halbjahr des laufenden Jahres. Sollte sich schließlich die Entwicklung mit Blick auf die mögliche Zulassung eines Impfstoffes so fortsetzen, könnten zumindest die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie schneller überwunden werden, da viele Beschränkungen für das Wirtschaftsleben dann schneller wegfallen könnten als bislang projiziert: Die Analyse der Zulassungsverfahren der letzten Jahrzehnte verweist hier darauf, dass rund 2/3 der in Phase drei befindlichen Präparate auch auf den Markt kommen. Vor diesem Hintergrund kann es sehr wahrscheinlich gelten, dass es zur Zulassung mehrerer - wirksamer - Präparate kommt. Im Ergebnis scheint sich unsere These des globalen Break-Evens zum Jahreswechsel 2021/22 weiter zu materialisieren.

Zinssätze Der sich spürbar aufhellende Ausblick für die Weltwirtschaft hat in den letzten Tagen und Wochen dazu geführt, dass die marktimpliziten Inflationserwartungen spürbar nach oben gedreht haben. Insofern haben die Notenbanken ihr erstes Stabilisierungsziel erreicht. Angesichts der vielfältigen Bedrohungen und globalen Risiken durch die Corona-Epidemie werden die internationalen Notenbanken aber zunächst auch weiterhin alle Geldschleusen auf unbestimmte Zeit voll geöffnet lassen. Die Fed erwartet weiterhin, an der Nullzinspolitik so lange festzuhalten, bis sie sicher ist, dass die Wirtschaft die Corona-Krise „überstanden hat“.

Hinsichtlich der 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 geldpolitischen 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 und liegen damit fast exakt auf unseren Projektionen: Zuletzt sanken die Spreads beim 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe auf fast 50 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 Jahres-sicht 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 Euro hat sich zuletzt gegenüber dem US-Dollar primär seitwärts bewegt. Die starke Verringerung des US-Zinsvorteils hat dem Euro gegenüber dem US-Dollar zwar zunächst Rückenwind gegeben, sie dürfte aber zukünftig eher wieder für den US-Dollar sprechen, wenn die US-Sätze stärker steigen als in Europa: Wir gehen mittelfristig weiterhin davon aus, dass die US-Konjunktur wesentlich stärker ist als die des Eurolands. Sobald die Unsicherheiten mit Blick auf die Pandemie – etwa durch einen Impfstoff – weiter abgeklungen sind, dürfte dies auch die Fed entsprechend kommunizieren. Dabei dürfte sie aber wohl zunächst den Wahlentscheid abwarten wollen. Mittelfristig dürfte dann auch an den Rentenmärkten wirksam werden, dass die Abwärtsbias der Fed dann sukzessive ausgepreist werden wird. 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 unsere Projektionen auf Basis unserer längerfristigen Einschätzung für den Kursverlauf von EURUSD auf den jüngst adjustierten Niveaus.

Die kommende Daten-Woche Die kommende Woche ist zunächst geprägt von den Daten zur Industrieproduktion. Im Euroraum dürfte sich der Output der Industrie im Juli weiter deutlich erholt haben. Besondere Beachtung gebührt dann den Daten zur Entwicklung des BIP im Euroraum: Insgesamt steht zu erwarten, dass die Zahlen leicht nach oben revidiert werden, da die Schätzungen für das zweite Quartal in vielen Ländern erheblich aufwärts korrigiert wurden. Zudem waren die nationalen Revisionen für das erste Vierteljahr bislang noch nicht berücksichtigt worden. Wir gehen davon aus, dass die Wachstumsrate im Euroraum für das zweite Quartal um 0,3 Prozentpunkte auf -11,8% nach oben revidiert wird. Mit Blick auf die EZB-Sitzung dürfte die Notenbank keine weiteren Maßnahmen beschließen: Wie oben ausgeführt, ist es auch der EZB gelungen, die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Insofern wird sie von weiteren Maßnahmen zumindest b.a.w. Abstand nehmen und erst einmal zuwarten wollen. In den USA stehen schließlich umfangreiche Datensätze zur Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Preisdrucks an. Unsere Generaleinschätzung ist, dass sich auch die Preisdaten wesentlich robuster entwickelt haben als zunächst zu befürchten stand: So liegt der Einbruch bei den Kernraten der Produzentenpreise für Zwischenprodukte – einem der u.E. besten Frühindikatoren für den unterliegenden Preistrend - deutlich unter dem Niveau etwa der Lehman-Krise. In den USA dürften die Verbraucherpreise im August erneut etwas stärker gestiegen sein. Auch der Blick auf die Rohstoffpreise, die im Aggregat ihr Ausgangsniveau wieder erreicht haben, zeigt, dass die Gefahren der weiteren Disinflation eng begrenzt bleiben. Wir erwarten mit dem

Konsensus, dass die unbereinigten Verbraucherpreise im August um 0,3 % gegenüber dem Vormonat gestiegen sind, die Jahresrate sollte dementsprechend um 1,2 % liegen. Die deutlich weniger volatile Kernrate erwarten wir bei 1,5 %.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 7. September			
CH Währungsreserven	August	3173,5 Mrd. USD	3154,39 Mrd. USD
CH Exporte	August	7,5% J/J	7,2%
CH Importe	August	0,5% J/J	-1,4%
CH Handelsbilanz	August	49,2 Mrd. USD	62,3 Mrd. USD
GE Industrieproduktion	Juli		8,9% / -11,7%
Dienstag, 8. September			
IT Einzelhandelsumsätze	Juli		12,11% / -2,25%
GE Handelsbilanz	Juli		15,5 Mrd. EUR
GE Leistungsbilanz	Juli		22,4 Mrd. EUR
FR Handelsbilanz	Juli		-7954,8 Mio. EUR
GE Exporte	Juli		14,9% M/M
GE Importe	Juli		7,0% M/M
EC BIP	2. Quartal		-12,1% / -15%
US Konsumentenkredite	Juli	12,9 Mrd. USD	8,9 Mrd. USD
Mittwoch, 9. September			
CH Konsumentenpreise	August	% M/M / 2,4% J/J	0,6% / 2,7%
CH Erzeugerpreise	August	% M/M / -1,9% J/J	0,4% / -2,4%
Donnerstag, 10. September			
CH Geldmenge M2	August	10,7% J/J	10,7%
FR Industrieproduktion	Juli		12,7% / -11,7%
IT Industrieproduktion	Juli		8,2% / -11,0%
EC EZB-Zinsentscheidung	August		0,00%
US Großhandelslagerbestände	August	-0,1%	-0,1%
US Erzeugerpreisindex	August	0,2% M/M / -0,4% J/J	0,6% / -0,4%
US PPI Kernrate	August	0,2% M/M	0,5% / 0,3%
Freitag, 11. September			
GE Verbraucherpreisindex	September		-0,1% / 0%
US Verbraucherpreisindex	August	0,3% M/M / 1,2% J/J	0,6% / 1%
US CPI Kernrate	August	0,2% M/M / 1,6% J/J	0,6% / 1,6%

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.