

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3350	-46,00
10Y US T-Notes	0,7	0,00
Nikkei	23360	-46
Hang Seng	24455	-48
Öl (Brent-Future)	43,3	3,39
Gold-Future	1961	13,00
EUR / USD	1,184	0,00
EUR / GBP	0,912	-0,01
EUR / JPY	123,68	-2,08

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	0,23	0,30	0,39	0,56	0,69
2J Treasuries	0,13	0,41	0,54	0,71	0,88
5J Treasuries	0,27	0,46	0,60	0,77	0,94
10J Treasuries	0,67	0,63	0,78	0,94	1,10
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,50	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,71	-0,71	-0,68	-0,72	-0,75
5J Bundesanleihen	-0,71	-0,66	-0,61	-0,63	-0,66
10J Bundesanleihen	-0,51	-0,47	-0,42	-0,45	-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	0,91	0,87	0,87	0,86	0,86
NOK	10,74	9,60	9,50	9,40	9,20
SEK	10,40	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,62	1,63	1,56	1,54	1,53
NZD	1,75	1,76	1,69	1,68	1,65
CAD	1,56	1,59	1,54	1,49	1,47
JPY	124	125	122	124	122
Renminbi	8,00	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 Rund um den Globus dominiert weiterhin die klare Erholungsbewegung das konjunkturelle Geschehen. Die zentrale Frage ist damit, wie stark und nachhaltig sich die Erholung in den einzelnen Regionen fortsetzt. In China deuten die Daten weiterhin darauf hin, dass das starke Momentum des zweiten Quartals grosso modo aufrechterhalten werden kann: So erholte sich die Entwicklung des Stromverbrauchs, der Frachtraten sowie der Kreditvergabe weiter deutlich. Auf eine kräftige Erholung der Binnennachfrage verweisen zuletzt auch die Kraftfahrzeugabsätze, die im Vorjahresvergleich um über 16 %(!) zulegen konnten. Selbst hochfrequente Indikatoren aus dem Bereich der Dienstleistungen wie z.B. die Anzahl der Restaurantbesuche signalisieren, dass sich die Konjunktur zum Ende des dritten Quartals schon fast normalisiert hat. In der Summe halten die Aufwärtsrevisionen für das Wachstum in China weiter an, wir erhöhen unsere Projektion für das kommende Jahr auf 9,5 %.

Auch in den USA deuten die Frühindikatoren unverändert auf eine kräftige Erholung in der zweiten Jahreshälfte, wobei das Aufwärtsmomentum allerdings zum Teil etwas an Fahrt verloren hat. Dies gilt zum Beispiel für den vom Institute for Supply Management berechneten Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich, der zuletzt leicht nachgegeben hatte. Ein weiterer Beleg für eine leichte Abnahme der Dynamik stellt der zuletzt etwas schwächere Anstieg der Industrieproduktion dar. Schließlich ist auch das Verbrauchervertrauen nach wie vor deutlich von den vor der Pandemie verzeichneten Werten entfernt, der entsprechende Index des Conference Board ging trotz des geringen Ausgangsniveaus sogar wieder deutlich zurück. Ihrer Natur nach gehören die Daten zum Verbrauchervertrauen aber klar zu den nachlaufenden Zeitreihen, deren Einbruch den zwischenzeitlich höheren Arbeitslosenquoten geschuldet ist. Die Zahl der wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung ist aber mittlerweile bereits wieder erheblich gesunken, sodass in den kommenden Monaten mit einer weiteren zügigen Erholung der Beschäftigung zu rechnen ist. Blickt man hingegen auf die Ordertätigkeit der Unternehmen, die durch die Krise erfahrungsgemäß stärker hindurchschauen als die Konsumenten, kann man feststellen, dass die entsprechende ISM-Subkomponente ein 20-Jahreshoch erklommen hat. Dies spricht – analog zur Entwicklung der marktimpliziten Frühindikatoren an den Kapitalmärkten – für eine weiterhin äußerst dynamische Erholung in den USA – selbstverständlich auch maßgeblich getragen durch einen historisch beispiellosen Expansionsgrad der US-Geldpolitik sowie die enormen staatlichen Stützungsprogramme. Schließlich sollte die breittsolide Entwicklung der US-Frühindikatoren aber auch vor dem Hintergrund des Umstandes gesehen werden, dass der



Prognosen: Wachstum (BIP)

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

	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

Einbruch der Wirtschaftsleistung im laufenden Jahr – und damit auch die Ausgangsbasis für den zu erwartenden Erholungspfad der Frühindikatoren – wesentlich geringer ausfallen dürfte als noch vor Monaten befürchtet: Nach den Projektionen rechnet selbst die zuletzt mit einer eher pessimistischen Bias ausgestattete Fed für das laufende Jahr nur noch mit einem Wirtschaftseinbruch von 3,7 Prozent, nachdem zuvor ein Minus beim Bruttoinlandsprodukt von 6,5 Prozent erwartet worden war.

Auch in Europa überwog bis zuletzt das Aufwärtsmomentum: Der monatliche Verlauf einiger harter Indikatoren bis in den Sommer lässt für das dritte Quartal einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts erwarten, mit dem knapp zwei Drittel des Rückgangs im Produktionsniveau aufgeholt werden. Vor allem die finanzmarktorientierten Frühindikatoren - wie etwa die jüngsten ZEW-Umfragen - weisen unverändert starke Verbesserungen auf, die auf eine ungebrochene Fortsetzung der Erholungsbewegung bis in den Winter hinein verweisen. Viele der klassischen Frühindikatoren auf Basis von Umfragen im Unternehmerlager – etwa der der EU-Kommission – spiegeln dieses Bild jedoch nicht wider und verweisen auf eine eher zähe Aufwärtsbewegung. Sie bestätigen unser Bild, das dem aktuell kräftigen Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität voraussichtlich eine langwierigere weitere Erholung folgen dürfte. Die besseren Perspektiven für die USA sowie den asiatisch-pazifischen Raum stützen allerdings letztlich wiederum auch den Ausblick für die europäischen Volkswirtschaften.

Im Ergebnis scheint sich unsere These, dass die Weltwirtschaft insgesamt ihr Vorkrisenniveau zum Jahreswechsel 2021/22 erreicht, weiter zu materialisieren. Wir gehen daher davon aus, dass die Herbst-Projektionen der internationalen Wirtschaftsinstitute von markanten Aufwärtsrevisionen geprägt sein dürften. So hatte etwa die OECD noch per Juno eine Kontraktion der Weltwirtschaft von bis zu 7,8 % Prozent in Aussicht gestellt, gefolgt von einem Wachstum von lediglich 2,8 % im kommenden Jahr 2021 (Im optimistischen Szenario lagen die Werte bei -6 % bzw. +5,0 % für 2021). Mittlerweile taxiert die OECD die Kontraktion im laufenden Jahr auf -4,5 % und sieht für das kommende Jahr Zuwächse um 5 %: Diese Projektion impliziert damit, dass der globale Break-Even bereits im Schlussquartal des kommenden Jahres erreicht werden sollte. Auch der IWF und die Weltbank dürften ihre Projektionen sukzessive erheblich aufwärts revidieren.

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 US-Notenbank hat anlässlich ihres Zinsentscheids am Mittwoch erwartungsgemäß abermals ein deutliches Signal für eine längere Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik gegeben. Der Leitzins wurde in der Spanne von 0,00 bis 0,25 Prozent belassen. Das FOMC erwartet, dass es geboten sei, den Leitzins auf dem aktuellen Niveau zu halten, bis die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt im Einklang mit Vollbeschäftigung stünden und die Inflation auf zwei Prozent gestiegen sei. Nach den Projektionen rechnet die Fed für das laufende Jahr nur noch mit einem Wirtschaftseinbruch von 3,7 Prozent, nachdem zuvor ein Minus beim Bruttoinlandsprodukt von 6,5 Prozent erwartet worden war.

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 Jahresfrist 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 in den USA 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 Niveau.

Die kommende Daten-Woche Die kommende Woche ist vor allem von einer ganzen Batterie an Frühindikatoren für die Entwicklung in Europa geprägt. In der Summe dürften hier auch die Markt-Indices belegen, dass die Dynamik der Erholung trotz der hohen Abweichung vom Potentialpfad im vierten Quartal relativ verhalten bleibt. Vor allem der Dienstleistungssektor, insbesondere der Tourismus, leidet weiterhin unter den Corona-Beschränkungen, so dass für den September nur eine leichte Verbesserung auf etwa 51,4 Indexpunkte zu erwarten ist. Für die Industrie prognostizieren wir, dass der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im September mit 51,9 Indexzähler auch weiterhin auf eine lediglich moderate Zunahme verweist. Die Ifo-Daten dürften hingegen mit Werten um 94,3 Indexzählern weiter kräftig zulegen können, sie bleiben allerdings – wie viele andere etablierte Frühindikatoren – noch weit von ihren Vorkrisenniveaus von weit über 100 Indexpunkten entfernt. Die Agenda für die USA ist schließlich atypisch datenarm. Die Zeitreihen zu den Immobilienumsätzen dürften nach dem 12-Jahreshoch im Kern auf dem extrem hohen Niveau verweilen, wenn auch auf einem laut Konsensus marginal

geringerem Niveau: Hinter dem Boom steht die Zinspolitik der Fed, die in Form der extrem starken Entwicklung der Immobilienmärkte ein wichtiges Gegengewicht zur Schwäche in anderen Sektoren der US-amerikanischen Volkswirtschaft schaffen konnte.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 21. September			
keine Datenveröffentlichungen			
Dienstag, 22. September			
EC	Verbrauchervertrauensindex	September	-15
US	Verkäufe bestehender Häuser	August	5,95 Mio. 5,86 Mio.
Mittwoch, 23. September			
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	51,7
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	September	51,9 52,2
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September	49,8
EC	Markit PMI Dienstleistungen	September	50,5
GE	Markit PMI Dienstleistungen	September	52,8 52,5
FR	Markit PMI Dienstleistungen	September	51,5
Donnerstag, 24. September			
GE	ifo Geschäftsklimaindex (Lage / Erwartung)	September	94 (89,5 / 98) 92,6 (87,9 / 97,5)
FR	Geschäftsklimaindex	September	92,9
BE	Geschäftsklimaindex	September	-12,0
GE	Importpreisindex	August	0,3% / -4,6%
US	Verkäufe neuer Häuser	August	875 Tsd. 901 Tsd.
Freitag, 25. September			
IT	Geschäftsklimaindex	September	86,1
IT	Verbrauchervertrauensindex	September	100,8
EC	M3-Geldmengenwachstum	August	10,2% / 9,5%
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	August	1,0% 11,4%
US	- ex Transportation	August	1,1% 2,6%

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.