

**Prognosen: Wachstum (BIP)**

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deutschland	0,6	-4,9	3,7	3,6	1,6
Euroraum	1,2	-6,8	4,3	4,1	1,9
USA	2,3	-3,5	7,0	4,0	1,4
China	6,1	2,1	8,9	6,2	5,4
Welt	2,8	-3,3	6,5	4,5	3,5

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Prognosen: Preise (CPI)**

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deutschland	1,4	0,4	2,0	1,4	1,5
Euroraum	1,2	0,3	1,5	1,2	1,4
USA	1,8	1,3	2,5	2,1	1,9
China	1,8	2,5	1,6	2,3	1,9
Welt	3,5	3,2	3,2	3,1	3,0

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Europa**

	Aug. 20	Nov. 20	Feb. 21	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	51,8	54,8	54,8	62,9
Markit: Dienstleistungen	54,7	46,9	45,4	50,5
EU-Geschäftsklima	-1,8	-0,7	-0,3	1,1
Insee-Geschäftsklima	77,0	89,6	87,9	91,7
Konsumentenvertrauen	-14,9	-15,5	-15,5	-8,1

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Aug. 20	Nov. 20	Feb. 21	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	90,0	92,5	90,3	96,8
Markit: Verarb. Gewerbe	51,0	58,2	57,1	66,4
Markit: Dienstleistungen	55,6	49,5	46,7	49,9
Auftragseingänge	95,4	105,0	106,6	111,3
GfK-Konsumklima	-9,4	-1,7	-7,5	-6,1

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Research**

Dr. rer. oec. Jan Bottermann      Tel.: 0201 8115 553  
 Chefvolkswirt  
 Email: [jan.bottermann@national-bank.de](mailto: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** Nach wie vor hat die Aufwärtsdynamik weltweit Bestand. Ablesbar ist dies etwa an den global aggregierten Einkaufsmanagerindices, die mit rund 55 Indexpunkten weiter sehr deutlich im Expansionsbereich notieren. Ein weiterer Beleg für den globalen Boom sind die Rohstoffpreise, die die enorm angestiegene Nachfrage vor allem nach Metallen unterstreichen. Das deutlich höhere Rohstoffpreinsniveau ist nicht nur Beleg für die hohe globale Konjunkturdynamik sondern gleichermaßen auch Labsal für die Exportsalden vieler rohstoffexportierender Länder: Damit wird der wirtschaftliche Ausblick auch für die Breite der Emerging Markets massiv gestützt. Wie von uns bereits erwartet, dominieren derweil landauf landab die Aufwärtsrevisionen für den globalen Wachstumspfad: So haben sich die jüngeren Schätzungen für das US-Wachstum laut Bloomberg mittlerweile in der Tat bei knapp 7 % eingependelt. Gleiches gilt für das Wachstum der Weltwirtschaft – so lagen die Schätzungen im Mai bereits signifikant oberhalb von 6 %, nachdem sie im April noch überwiegend bei rund 5 % gelegen hatten.

Der US-Arbeitsmarktbericht war zwar angesichts der Markterwartung von rund einer Million eine Enttäuschung, da lediglich 266.000 Stellen neu geschaffen wurden. Die statistische Unschärfe ist angesichts der extremen Aufwärtsbewegung der US-Volkswirtschaft aber enorm hoch: In der Tat ist davon auszugehen, dass die Saisonadjustierung in Phasen von hochfrequenten Lockdowns und Lockerungen erhebliche Verzerrungen mit sich gebracht hat. Bereinigt um das statistische Artefakt der saisonalen Adjustierung wurden 1,1 Millionen neue Jobs gemeldet, immerhin gut 800.000 mehr als die saisonbereinigte Zahl. Die Arbeitsmarktdaten unterliegen ohnehin oft erheblichen Revisionen, angesichts des breitangelegten Aufwärtstrends der US-Volkswirtschaft könnte die Dynamik zwar nicht ganz so hoch ausfallen wie bislang vermutet – materiell bleibt das Bild einer massiven Erholungsbewegung aber auf jeden Fall intakt. M.E. ist in der Summe davon auszugehen, dass das annualisierte US-Wachstumstempo im laufenden Quartal bei rund 10 % liegend dürfte. Dass danach eine allmähliche Abschwächung der Aufwärtsdynamik eintritt, wie sie derzeit etwa durch die ISM-Indices indiziert wird, war zu erwarten. Einen Ausgleich für das – etwas – moderatere Tempo bieten gerade in den kommenden Quartalen die absehbaren Nachholeffekte in Europa, da das Ende der Lockdowns hier zusehends näher rückt: Derzeit verweist der gesamteuropäische Datenkranz auf annualisierte Zuwächse um 4,5 % - aufgrund der Basiseffekte dürften die jeweils offiziell ausgewiesenen Wachstumsraten zwischenzeitlich sogar noch deutlich höher ausfallen. Schließlich ist wie oben ausgeführt davon auszugehen, dass sich die starken

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	4107	-41,00
10Y US T-Notes	1,6	0,05
Nikkei	28084	-1.273
Hang Seng	28028	-583
Öl (Brent-Future)	67,7	-0,56
Gold-Future	1836	4,40
EUR / USD	1,212	0,00
EUR / GBP	0,861	-0,01
EUR / JPY	132,44	0,32

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Aug. 21	Nov. 21	Feb. 22	Mai. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,15	0,18	0,21	0,24	0,27
2J Treasuries	0,15	0,46	0,59	0,64	0,68
5J Treasuries	0,80	0,92	0,98	1,04	1,09
10J Treasuries	1,63	1,77	1,71	1,77	1,82
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,55	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,66	-0,88	-0,71	-0,67	-0,62
5J Bundesanleihen	-0,52	-0,64	-0,52	-0,49	-0,47
10J Bundesanleihen	-0,14	-0,19	-0,20	-0,22	-0,21

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Aug. 21	Nov. 21	Feb. 22	Mai. 22
USD	1,21	1,22	1,19	1,17	1,15
CHF	1,09	1,09	1,07	1,06	1,05
GBP	0,86	0,88	0,87	0,86	0,85
NOK	10,06	10,00	9,80	9,60	9,40
SEK	10,14	10,10	10,00	9,90	9,80
AUD	1,56	1,58	1,55	1,52	1,49
NZD	1,68	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,47	1,56	1,53	1,50	1,46
JPY	132	132	131	133	131
Renminbi	7,80	7,99	7,91	7,84	7,76

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Nachfrageeffekte via Rohstoffpreise auf viele rohstoff-exportierende Länder übertragen und auch hier für spürbar höheres Wachstum sorgen.

Derzeit rücken derweil die Risiken eines starken Anstiegs der Inflation an den Märkten in den Vordergrund: Vielfach wird befürchtet, dass die massive fiskalische Stimulierung vor allem in den USA in Kombination mit den insbesondere an einigen Segmenten des Rohstoffmarktes auftretenden Knappheiten in einer breit angelegten Inflationierung enden könnte. Nicht zuletzt, weil die reichliche Versorgung der Märkte mit Liquidität ein zusätzliches latentes Risiko darstelle. Befeuert wurden diese Sorgen noch durch die Äußerungen der ehemaligen Fed-Chefin Yellen, die auf die Notwendigkeit steigender Zinsen zur Ausbalancierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage verwies. Die nunmehr amtierende Finanzministerin ruderte danach zwar wieder zurück und stellte rasch klar, dass sie damit keineswegs Leitzinsanhebungen empfehlen wolle. Gleichwohl bleibt die Frage, wie die Gefahr der Inflation derzeit einzuschätzen ist sicherlich im Fokus der Märkte.

Grundsätzlich sind diese Befürchtungen - zumal in der längerfristigen Perspektive - natürlich nicht zur Gänze von der Hand zu weisen. Ich gehe aber weiterhin davon aus, dass der eigentliche Test für das globale Inflationsregime noch aussteht: Zwar sind die Erzeugerpreise in einer starken Aufwärtsdynamik begriffen, auf die Verbraucherpreise dürfte dies aber nur gedämpft und wenn überhaupt nur mit einer erheblichen Verzögerung durchschlagen. Wesentlich ist, dass die Inflation ein dynamisches Phänomen ist: Einmalige und/oder temporäre Preisschocks inklusive der Basiseffekte sind *letztlich* nicht relevant – es kommt vielmehr darauf an, ob sich eine dauerhafte aufwärtsgerichtete Preisdynamik entfalten kann, die das allgemeine Preisniveau Jahr um Jahr stärker anhebt - als jeweils gewünscht. Zumindest der Erfahrung nach setzt dies vor allem am Arbeitsmarkt eine wesentliche höhere Auslastung voraus. Insofern kann die Fed selbst angesichts der boomenden Wirtschaft noch relativ gelassen bleiben.

Wir bleiben daher bei unserer Einschätzung, dass für das laufende Jahr mit einem globalen Wachstumsplus von 6,5 % zu rechnen ist. Grundsätzlich kann die Weltwirtschaft insgesamt mit der annähernden Verdopplung des Wachstums im laufenden Jahr bereits ab dem kommenden Jahr grosso modo wieder an den Outputpfad anknüpfen, den es ohne Pandemie gegeben hätte. Mit Blick auf den weiteren Konjunkturverlauf ist daher im Saldo – bei allen Risiken mit Blick auf Mutationen – m.E. auch weiterhin davon auszugehen, dass auch die Covid-Krise unter dem Strich

zyklusverlängernd wirkt, so dass die Perspektiven sowohl der Weltwirtschaft deutlich stärker aufwärts gerichtet sein dürften, als vielfach noch prognostiziert.

**Zinssätze** Trotz der anhaltenden Aufhellung der konjunkturellen Perspektiven weltweit und der anziehenden Inflationsraten vor allem in den USA sind die internationalen Zinssätze zuletzt wieder etwas abgesunken. Dies geht maßgeblich darauf zurück, dass die internationalen Notenbanken nicht müde werden zu betonen, dass sie an ihrem expansiven Kurs bis auf weiteres festhalten wollen. Zu Recht verweisen Mitglieder der Fed angesichts der jüngsten Preissprünge auf die temporäre Natur der jüngsten Inflationsentwicklung: Fed-Gouverneurin Brainard etwa verwies hier darauf, dass vorübergehende Versorgungsengpässe nicht ausreichen würden, um einen nachhaltigen Preisschub zu bewirken. Gleichwohl wird das FOMC die Entwicklung naturgemäß sehr genau analysieren.

Die EZB wird den legitimatorischen Windschatten der US-Geldpolitik mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit weiter voll ausschöpfen: Wenn schon die Fed auf vollem Expansionskurs bleibt, wäre die EZB in der Tat nicht gut beraten, von dieser Linie abzuweichen. Insgesamt ist daher davon auszugehen, dass die EZB auch weiterhin signalisieren wird, dass sie mit Blick auf die PEPP-Programme weiterkaufen wird, solange die konjunkturelle Lage noch unsicher ist. Sie könnte deswegen das PEPP-Gesamtvolumen möglicherweise sogar noch einmal aufstocken: Mit Blick auf die EZB muss und wird die europäische Geldpolitik auch weiterhin alles tun, um den europäischen Corona-„Patienten“ (Lagarde) bis zur vollständigen Genesung maximal zu unterstützen – wie lange das auch immer dauern mag: Ein Ende der ultraaggressiven Nullzinspolitik in Europa ist zumindest derzeit nicht mehr absehbar. Diese Einschätzung wurde auch durch die jüngsten Äußerungen von Francois Villeroy de Galhau - Mitglied der Europäischen Zentralbank und Gouverneur der Banque de France – gestützt, der betonte, dass das PEPP-Programm mindestens bis März 2022 fortgesetzt werde und die Geldpolitik extrem locker bleiben werde, selbst wenn das PEPP-Programm auslaufen sollte.

Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik rund um den Globus bleibt das Aufwärtspotential für die Kapitalmarktzinssätze vor allem in Europa auch weiterhin eng begrenzt: Die US-Kurve ist derzeit schon überdurchschnittlich steil, d.h. der Zinsabstand zwischen den – im weiteren Verlauf – erwarteten Notenbankvorgaben und den Kapitalmarktrenditen ist bereits weit überdurchschnittlich. Weitere größere Renditeanstiege wären damit nur im Rahmen einer signifikanten Erwartungskorrektur hinsichtlich des weiteren Pfades der US-Geldpolitik möglich, der wiederum maßgeblich von der weiteren Inflationsdynamik abhängig ist. Wir gehen zwar grundsätzlich davon aus, dass der internationale Zinstrend leicht aufwärts gerichtet bleibt, dies dürfte aber bei Weitem nicht dafür ausreichen, dass die Renditen der richtungsweisenden 10-jährigen Bundesanleihen wieder in den positiven Bereich steigen können. Konkret erwarten wir auf Jahressicht kaum Aufwärtspotential für die 10-jährigen Bundrenditen, wir belassen unsere Jahresprognose bei Renditen um - 0,2 %. Unsere Projektionen für die 10-jährigen US-Treasuries verweisen auf Jahressicht unverändert auf Renditen um 1,8 %.

**Credit Spreads** Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – oszillierten unverändert um die Marke von 50 Basispunkten. In unserem Hauptszenario erwarten wir aber auch weiterhin, 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 dürfte auch weiterhin kurstreibend wirken. Auf Jahressicht könnten dann zunächst die Tiefststände aus dem Jahre 2018 in Angriff genommen werden: Wir erwarten eine weitere Spreadkompression zunächst auf Werte um 40 Basispunkte.

**Devisenmärkte** Wir gehen auch weiterhin davon aus, dass die USA wesentlich früher als das Euroland eine Abkehr vom derzeitigen Kurs vornehmen werden als die Europäer: Wie oben beschrieben, ist ein Ende der extrem akkomodierenden Geldpolitik in Europa nicht (mehr) in Sicht. Die Fed wird zunächst zumindest im Zuge eines „Taperings“ weniger expansiv werden können, während die EZB in immer weitere Runden der monetären Alimentation gezwungen werden wird. Aus unserer Sicht bleiben damit im Saldo die wesentlichen Argumente für einen schwächeren Euro intakt: Mittelfristig sehen wir die US-Devisen unverändert bei Kursen um 1,11 – auf Jahressicht gehen wir weiterhin von Kursen um EURUSD 1,15 aus.

**Die kommende Daten-Woche** Die kommende Woche ist in den USA relativ datenarm. Der Fokus der Märkte wird zum einen auf den regionalen Fed-Umfragen mit Blick auf die Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe liegen. Die Frage ist hier, ob die Indices ihr hohes Niveau auch im Mai beibehalten

können. Wir sind hier zuversichtlicher als der Konsensus, ein leichter Rückgang um jeweils ein bis zwei Indexpunkte ist gleichwohl wahrscheinlich. Die Zahlen zur Bautätigkeit dürften auf den bisherigen Niveaus verweilen und belegen, dass der US-Immobilienmarkt eine wesentliche Stütze der Konjunktur bleibt. Das Gros der relevanten Daten der kommenden Woche kommt jedoch aus der Eurozone in Form einer ganzen Batterie an Frühindikatoren: Wie bereits öfter berichtet, ist auch die europäische Industrie zuletzt wesentlich besser durch die Pandemie gekommen als der Dienstleistungssektor, da das Verarbeitende Gewerbe von der robusten Entwicklung des internationalen Handels profitieren konnte. Nach einer ganzen Kette von starken Verbesserungen der Indices stellt sich nun die Frage, ob die Frühindikatoren für die Industrie weiter zulegen können – etwa in Analogie zu ihren US-Pendants. Ich gehe mit dem Konsensus davon aus, dass die Niveaus in etwa gehalten werden dürften. Demgegenüber ist davon auszugehen, dass sich Lage und Ausblick im Dienstleistungssektor sukzessive weiter verbessert haben. Ein durchgreifender Anstieg ist in den kommenden Monaten zu erwarten, wenn sich wie absehbar die faktische Rückführung der Lockdowns in einem massiv besseren Ausblick für den tertiären Sektor niederschlägt.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 17. Mai</b>			
CH Einzelhandelsumsätze (J/J)	April	25% J/J	34,2%
CH Industrieproduktion (J/J)	April	10% J/J	14,1%
<b>US Empire Manufacturing Index</b>	<b>Mai</b>	<b>23,9</b>	<b>26,3</b>
US NAHB Housing Market Index	Mai	83	83
US Nettowertpapierabsatz im Ausland	März		4,214 Mrd. USD
<b>Dienstag, 18. Mai</b>			
IT Handelsbilanz	März		4753,87 Mio. EUR
EC Handelsbilanz	März		17652,2 Mio. EUR
EC BIP	1. Quartal	-0,6% Q/Q / -1,8% J/J	-0,6% / -1,8%
<b>US Baubeginne</b>	<b>April</b>	<b>1705 Tsd.</b>	<b>1739 Tsd.</b>
<b>US Baugenehmigungen</b>	<b>April</b>	<b>1770 Tsd.</b>	<b>1759 Tsd.</b>
<b>Mittwoch, 19. Mai</b>			
EC Verbraucherpreisindex (Kernrate)	Mai	0,6% M/M / 1,6% J/J (0,8%)	0,6% / 1,6% (0,8%)
<b>Donnerstag, 20. Mai</b>			
GE Erzeugerpreise	April		0,9% / 3,7%
IT Leistungsbilanz	März		3737,397 Mio. EUR
<b>US Initial Jobless Claims</b>	<b>Woche zum 15.05.2021</b>		<b>473 Tsd.</b>
US Index der Frühindikatoren	April	1,2%	1,3%
<b>US Philadelphia Fed Index</b>	<b>Mai</b>	<b>43,2</b>	<b>50,2</b>
<b>Freitag, 21. Mai</b>			
<b>EC Verbrauchervertrauensindex</b>	<b>Mai</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>
<b>EC Markit PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>Mai</b>	<b>62,5</b>	<b>62,9</b>
<b>GE Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>Mai</b>	<b>66,0</b>	<b>66,2</b>
<b>FR Markit PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>Mai</b>	<b>58,3</b>	<b>58,9</b>
<b>EC Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>Mai</b>	<b>52,0</b>	<b>50,5</b>
<b>GE Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>Mai</b>	<b>52,0</b>	<b>49,9</b>
<b>FR Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>Mai</b>	<b>52,8</b>	<b>50,3</b>
<b>US Verkäufe bestehender Häuser</b>	<b>April</b>	<b>6,06 Mio.</b>	<b>6,01 Mio.</b>

**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.