

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	57,9	62,9
Markit: Dienstleistungen	54,7	46,9	45,7	50,5
EU-Geschäftsklima	-1,8	-0,8	-0,1	1,1
Insee-Geschäftsklima	77,0	89,6	85,7	92,2
Konsumentenvertrauen	-14,9	-15,5	-14,8	-8,1

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Aug. 20	Nov. 20	Feb. 21	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	90,0	92,6	92,7	96,6
Markit: Verarb. Gewerbe	51,0	58,2	60,7	66,2
Markit: Dienstleistungen	55,6	49,5	45,7	49,9
Auftragseingänge	95,4	105,0	108,1	111,3
GfK-Konsumklima	-9,4	-1,7	-15,5	-6,1

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

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 Perspektiven für die Weltwirtschaft verbessern sich weiter spürbar. Nach wie vor bleibt der Pandemieverlauf der bestimmende Faktor für die jeweiligen regionalen Perspektiven: Dort, wo es die Inzidenzen zulassen, hellen sich nunmehr auch die Perspektiven für den Dienstleistungssektor spürbar auf und verleihen der Konjunktur zumindest perspektivisch zusätzliche Schubkraft. Dies ist derzeit vor allem in den USA der Fall: Trotz der zuletzt marginal schwächeren Daten bzw. Frühindikatoren blieb die US-Wirtschaft bis zuletzt auf klarem Expansionskurs. Einkaufsmanager von Dienstleistern sowie aus Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes berichteten auch weiterhin über sehr starke Produktionszuwächse. In den kommenden Monaten dürfte die außerordentlich expansive Ausrichtung der Fiskalpolitik die Konjunktur ebenso stützen wie die spätestens für den Sommerbeginn in Aussicht gestellten weiteren signifikanten Öffnungsschritte für die Breite des Dienstleistungssektors.

In Europa bestehen hingegen vielfach noch erhebliche Beschränkungen für den Hotel- und Gaststättenbetrieb, auch die Tourismusbranche gerade Südeuropas leidet weiterhin massiv unter den Beschränkungen des Reiseverkehrs, die bis zuletzt weitestgehend in Kraft blieben: Mehrere Mitgliedsländer hatten angesichts anziehender Infektionszahlen die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie wieder verschärft. Andere Branchen, die weniger stark von den Maßnahmen betroffen waren, hielten ihr Aktivitätsniveau hingegen oder steigerten es sogar. Dazu gehörte vor allem die Industrie, die von der weltweiten Nachfrageverschiebung hin zu Waren profitierte. So konnten gerade die europäischen Industrieländer von der robusten internationalen Erholungsbewegung profitieren. Mit dem Ifo-Geschäftsklima konnte zuletzt einmal mehr ein deutlicher Anstieg eines auch europaweit maßgeblichen Frühindikators verzeichnet werden. Das so wichtige Barometer für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist im Mai auf 99,2 Indexpunkte gestiegen, getragen auch maßgeblich von der Verbesserung der Klimaindices des Einzelhandels. Auch der zu Recht vielbeachtete belgische Frühindikator hat seinen Aufwärtstrend weiter fortgesetzt: Auf dem aktuellen Indexniveau wäre er mit einem gesamtwirtschaftlichen Zuwachs um 5 % kompatibel.

Der ruhende Pol der Weltwirtschaft bleibt schließlich die chinesische Wirtschaft: Das reale Wachstum in Form des BIP nahm im ersten Quartal etwas weniger dynamisch zu, ausschlaggebend dürfte aber eine vermutlich nur temporäre Konsumzurückhaltung der privaten Haushalte infolge neuerlicher Sorgen um ein Wiederaufflammen der Pandemie gewesen sein. Konkret unterließen viele Chinesen die sonst üblichen

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	4199	68,00
10Y US T-Notes	1,6	-0,01
Nikkei	29149	832
Hang Seng	29124	666
Öl (Brent-Future)	69,6	2,90
Gold-Future	1896	12,20
EUR / USD	1,218	0,00
EUR / GBP	0,859	0,00
EUR / JPY	133,87	1,15

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Aug. 21	Dez. 21	Mrz. 22	Jun. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,14	0,17	0,20	0,23	0,26
2J Treasuries	0,14	0,49	0,72	0,79	0,86
5J Treasuries	0,82	0,95	1,12	1,19	1,27
10J Treasuries	1,61	1,79	1,84	1,92	2,00
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,54	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,66	-0,85	-0,66	-0,58	-0,50
5J Bundesanleihen	-0,56	-0,63	-0,48	-0,42	-0,36
10J Bundesanleihen	-0,17	-0,18	-0,17	-0,18	-0,10

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Aug. 21	Dez. 21	Mrz. 22	Jun. 22
USD	1,22	1,22	1,19	1,17	1,15
CHF	1,10	1,09	1,07	1,06	1,05
GBP	0,86	0,88	0,87	0,86	0,85
NOK	10,17	10,00	9,80	9,60	9,40
SEK	10,12	10,10	10,00	9,90	9,80
AUD	1,58	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	134	132	131	133	131
Renminbi	7,75	7,99	7,91	7,84	7,76

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Heimatreisen sowie andere Konsumausgaben während des diesjährigen Neujahrsfestes, was offenkundig spürbar dämpfend auf einige Dienstleistungsbe- reiche ausstrahlte. Diese Entwicklung tat der starken Expansionsbewegung im Verarbeitenden Gewerbe Chinas aber offenkundig keinen Abbruch – wobei be- merkenswerterweise maßgebliche Impulse insbeson- dere auch vom Exportsektor ausgingen: Die Waren- exporte lagen im abgelaufenen Quartal sage und schreibe um rund 30 % über dem Stand unmittelbar vor dem Corona- Ausbruch. Der Anstieg der chinesi- schen Ausfuhren übertraf das Wachstum des Welt- handels damit erheblich. Der starke Export Chinas zeugt nicht nur von der hohen konjunkturellen Resili- enz des Landes, sondern belegt auch, dass letztere eben nicht nur auf staatlichen Lenkungsmaßnahmen sondern auch auf einer mittlerweile hohen wirtschaft- lichen Leistungsfähigkeit bzw. vor allem auch auf ei- ner sehr hohen internationaler Konkurrenzfähigkeit basiert.

Wir bleiben daher bei unserer Einschätzung, dass für das laufende Jahr mit einem globalen Wachstums- plus von 6,5 % zu rechnen ist. Grundsätzlich kann die Weltwirtschaft insgesamt mit der annähernden Ver- dopplung des Wachstums im laufenden Jahr bereits ab dem kommenden Jahr grosso modo wieder an den Outputpfad anknüpfen, den es ohne Pandemie gegeben hätte.

Zinssätze Das Gefüge der internationalen Kapi- talmarktzinsen durchläuft seit rund 6 Wochen eine Seitwärtsbewegung. Dies, obwohl sich die Datenlage wie geschildert immer besser darstellt und die Noten- banken allmählich beginnen, zumindest über den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik konkreter nachzudenken: Neben den Äußerungen der einzel- nen auch nicht stimmberechtigten Notenbank-Gou- verneure zeugte auch das Protokoll der letzten Fed- Sitzung davon, dass sich die Stimmung bei der US-Notenbank allmählich wandelt. So vertraten doch eine ganze Reihe von Sitzungsteilnehmern die Auffassung, dass es perspektivisch angeraten sein könnte, über ei- nen Plan für eine Anpassung der Anleihekäufe zu Be- raten. Auch Fed-Vize Clarida, dessen fachliche Ein- schätzung vor allem auch aufgrund seiner akademi- schen Vita im FOMC ein besonders hohes Gewicht hat, hatte sich jüngst in diese Richtung geäußert. Ich gehe diesbezüglich davon aus, dass die Diskussion über erste Änderungsmaßnahmen weiter an Fahrt aufnehmen wird, vor allem wenn sich der Ausblick für den Arbeitsmarkt – wie klar zu erwarten steht – weiter festigen sollte.

Auch wenn die Fed davon ausgeht, dass der Inflat- ionsdruck vorwiegend nur temporär wirken wird, ist die US-Notenbank immer auch dem Risikomanagement verpflichtet: Alleine die Zunahme des Risikos, dass es

zu einer Entankerung der Inflationserwartungen kommt, muss den weiteren Notenbankpfad zwingend verändern. Es ist daher klar zu erwarten, dass sich die Indikation für ein Tapering sukzessive verdichten wird, wann genau ist derzeit allerdings noch nicht absehbar und noch sehr stark vom konkreten Datenverlauf der nächsten Wochen abhängig.

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 weiter kaufen 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. Ganz nach dem Motto „Kasse macht sinnlich“ schlug Francois Villeroy de Galhau – Mitglied der Europäischen Zentralbank und Gouverneur der Banque de France – zuletzt vor, die TLTROs „in irgendeiner Form beizubehalten“(!). Derweil warnte EZB-Direktionsmitglied Panetta vor zu hohen(!) Zinsen bzw. einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Solche Äußerungen zeugen angesichts des aktuellen Niveaus der Zinssätze bzw. auch der Risikoprämien von der enormen auch politischen Niveauverschiebung mit Blick auf die europäische Geldpolitik.

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 begrenzt: Es zeigt sich einmal mehr, dass das lange Ende das Gros der sich abzeichnenden geldpolitischen Adjustierung bereits eingepreist hat. 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. Insofern wird es zwar stetig aber auf Sicht der kommenden Monate doch insgesamt nur relativ gemächlich mit den Renditen weltweit nach oben gehen. Auf Jahressicht gehen wir vor dem Hintergrund der doch immer spürbareren Aufhellung der Perspektiven nunmehr davon aus, dass die 10-jährigen Staatsanleihen in den Industrienationen ihren Aufwärtstrend auf Sicht der nächsten 12 Monate wiederaufnehmen können sollten. Die Bundrenditen dürften auf Sicht der kommenden 12 Monate bei -0,1 % rentieren – wir haben die Jahres-Projektionen hier weiter marginal angehoben. Unsere Prognosen für die 10-jährigen US-Treasuries erhöhen wir ebenfalls und erwarten diesbezüglich Renditen um 2,0 % auf Jahressicht.

Credit Spreads Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europa – 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 Der Euro hat in den vergangenen Wochen gegenüber dem US-Dollar wieder Stärke gezeigt. Hintergrund dürfte der Umstand sein, dass sich der Ausblick für das Euroland stärker aufgehellt hat als in den USA, wo die Wirtschaft den Lockdown bereits früher weiter hinter sich gelassen hatte. Das aktuelle Niveau von Kursen um 1,22 entspricht hier unserer kurzfristigen Einschätzung. Während der Kurs des US-Dollars durchaus noch etwas nachgeben könnte, ist die m.E. zentrale Frage, wann und wie sich die Aufhellung der Perspektiven auf den Pfad der Geldpolitik auswirkt. Der Kurswechsel bei der Fed wird zwar noch einige Zeit brauchen. Die große Frage für den Devisenmarkt ist aber letztlich, ob die EZB in den kommenden Jahren – ökonomisch und politisch – überhaupt noch zu einer Zinswende fähig sein wird: Dies betrifft zum einen die Frage der fiskalischen Dominanz, die mit Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Kosten der Corona-Pandemie schnell ganz neue Dimensionen annehmen kann. Zum anderen aber, steht nach wie vor die Frage im Raum, ob der strukturelle Abwärtstrend der Inflation in Europa gebrochen wird. Aus heutiger Sicht ist es aus meiner Sicht überhaupt nicht mehr absehbar, wann es hier zu einem Kurswechsel kommen kann.

Im Ergebnis gehen wir weiterhin davon aus, dass die USA zumindest 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 Datenwoche bringt eine Vielzahl wichtiger Indikatoren dies- und jenseits des Atlantiks: In Europa werden ganze Batterien an Frühindikatoren veröffentlicht. Mit Blick auf die Entwicklung in der Industrie gehen wir davon aus, dass die Luft allmählich dünner wird – das Gros der Länder ist schon weit im Boombereich, im Kern dürften die Niveaus hier gehalten werden. Mit Blick auf die Indikation für den Dienstleistungssektor sind wir etwas optimistischer als der Konsensus und gehen von einer weiteren Aufhellung der Perspektiven aus. In den USA dürfte das diesbezügliche Bild noch besser ausfallen. Hier ist davon auszugehen, dass sowohl die Industrie als auch der tertiäre Sektor weitere Verbesserungen aufweisen dürften: Jeder Monatswert auf den aktuellen Niveaus von klar über jeweils 60 Indexzählern untermauert die Indikation, dass die US-Wirtschaft auf ein absolutes Ausnahmehjahr zusteuert. Im Fokus der Märkte sollten neben den traditionellen Frühindikatoren aber vor allem auch die Daten vom Arbeitsmarkt stehen. Grundsätzlich sollten diese die Effekte der allgemeinen Wiedereröffnung der Wirtschaft in der Breite über alle Sektoren bereits deutlich widerspiegeln – vor allem etwa im Freizeit- und Gastgewerbe. Wir erwarten einen Beschäftigungsanstieg knapp unterhalb von 700.000 Einheiten, die Arbeitslosenquote könnte somit von 6,1% auf 5,8% gesunken sein, eine weitere Zunahme der Partizipationsquote vorausgesetzt.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert	
Montag, 31. Mai				
CH	PMI verarbeitendes Gewerbe	Mai	51,2	51,1
CH	PMI Dienstleistungsgewerbe	Mai	55,1	54,9
GE	Einzelhandelsumsätze	April	-2,2% M/M / 9,8% J/J	7,7% / 11,6%
GE	Verbraucherpreisindex	Mai	0,3% M/M / 2,3% J/J	0,7% / 2%
IT	Verbraucherpreisindex	Mai		0,4% / 1,1%
EC	M3-Geldmengenwachstum	April	9,7% / %	10,1% / 11,6%
Dienstag, 1. Juni				
CH	Caixin PMI verarbeitendes Gewerbe	Mai	51,9	51,9
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Juni	62,8	62,8
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	Juni	64,0	64,0
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Juni	59,2	59,2
IT	Markit/ADACI PMI verarbeitendes Gewerbe	Mai	62,2	60,7
EC	Verbraucherpreisindex (Kernrate)	Mai	0,2% M/M / % J/J (0,9%)	0,6% / 1,6% (0,7%)
EC	CPI-Schätzung	Mai	1,9% J/J	1,6%
GE	Arbeitslosenrate (sa)	Mai	6% J/J	6,0%
EC	Arbeitslosenrate	April	8,1% J/J	8,1%
IT	BIP	1. Quartal	-0,4% Q/Q / -1,4% J/J	-0,4% / -1,4%
US	ISM-Index verarbeitendes Gewerbe	Mai	61,0	60,7
US	ISM-Subindex bezahlte Preise	Mai	89,0	89,6
US	Bausgaben	April	0,6%	0,2%
Mittwoch, 2. Juni				
US	Gesamte Autoverkäufe	Mai	17,95 Mio.	18,51 Mio.
US	Beige Book der Fed			
EU	PPI Industrie ex Baugewerbe (M/M)	April	% M/M / 7,6% J/J	1,1% / 4,3%
Donnerstag, 3. Juni				
CH	Caixin PMI Dienstleistungsgewerbe	Mai	56,0	56,3
CH	Caixin PMI	Mai		54,7
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 29.05.2021		406 Tsd.
US	ISM-Index Dienstleistungen	Mai	63,0	62,7
US	Produktivität ex Agrar	1. Quartal	5,5%	5,4%
US	Lohnstückkosten ex Agrar	1. Quartal	-0,4%	-0,3%
EC	Markit PMI Dienstleistungen	Juni	55,1	55,1
GE	Markit PMI Dienstleistungen	Juni	52,8	52,8
FR	Markit PMI Dienstleistungen	Juni	56,6	56,6
IT	Markit/ADACI PMI Dienstleistungen	Mai	52,0	47,3
Freitag, 4. Juni				
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	Mai		-1,3%
US	- ex Transportation	Mai		1,0%
US	Industrieaufträge	April	0,5%	1,1%
US	Change in Nonfarm Payrolls	Mai	663 Tsd.	266 Tsd.
US	Change in Manufact. Payrolls	Mai	25 Tsd.	-18 Tsd.
US	Arbeitslosenquote	Mai	5,9%	6,1%
US	Durchschnittliche Stundenlöhne	Mai	0,2% M/M / 1,6% J/J	0,7% / 0,3%
EC	Einzelhandelsumsätze	April	-1,7% M/M / 23% J/J	2,7% / 12%

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.