

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

	Sep. 20	Dez. 20	Mrz. 21	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	51,7	53,8	57,9	63,1
Markit: Dienstleistungen	50,5	41,7	45,7	55,2
EU-Geschäftsklima	-1,4	-0,7	-0,1	1,5
Insee-Geschäftsklima	88,2	84,0	85,7	99,8
Konsumentenvertrauen	-14,6	-17,6	-14,8	-5,1

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Sep. 20	Dez. 20	Mrz. 21	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	91,9	91,1	92,7	99,2
Markit: Verarb. Gewerbe	52,2	57,8	60,7	64,4
Markit: Dienstleistungen	52,5	46,0	45,7	52,8
Auftragseingänge	99,5	107,8	108,4	112,4
GfK-Konsumklima	-0,2	-3,2	-15,5	-8,6

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 überaus dynamische Erholungsbe-
 wegung der Weltwirtschaft im Rahmen der Überwin-
 dung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie hat
 Bestand. Das Gros der global maßgeblichen Frühindi-
 katoren befindet sich vor allem auch aufgrund des
 nach wie vor aufgestauten Nachholbedarfs weit in
 der Expansionszone, so dass die konjunkturelle Dyna-
 mik derzeit extrem hoch ist. Materiell wurde die Erho-
 lung bislang vorwiegend vom Verarbeitenden Ge-
 werbe getragen - Industrieproduktion und Welthand-
 el expandierten bis zuletzt weiter kräftig. Die welt-
 weite Warenproduktion hatte ihr Vorkrisenniveau be-
 reits gegen Ende des vergangenen Jahres wieder er-
 reicht und übertraf es bereits im Frühjahr 2021. Im Er-
 gebnis dürfte die Kapazitätsauslastung in der Industrie
 weltweit inzwischen wieder Normalniveau erreicht
 haben. Die Natur der industriell basierten Auf-
 schwungsbewegung spielte dabei den exportorien-
 tierten Ländern Asiens offenkundig in die Hände, ne-
 ben China verzeichneten auch viele andere asiati-
 schen Schwellenländern wie Korea und Taiwan eine
 enorme konjunkturelle Dynamik. Diese Länder konn-
 ten offenbar besonders von der starken Nachfrage
 nach Elektronikprodukten und vielen Konsumgütern
 profitieren, und hier wurde der Produktionstrend von
 vor der Krise sogar deutlich überschritten. In den eta-
 blierten Industrienationen gelang es durch den mas-
 sierten Einsatz einer eng verzahnten Geld- und Fiskal-
 politik die Krise in den besonders „menschintensiven
 Bereichen“ zu überbrücken.

Mehr und mehr zeichnet sich nunmehr ab, dass die
 Infektionszahlen dank spürbarer Impffortschritte im-
 mer weiter absacken, auch wenn es immer wieder zu
 Rückschlägen wie derzeit in China kommt. Bewe-
 gungsdaten zeigen, dass sich die Aktivität in beson-
 ders stark beeinträchtigten Dienstleistungsbereichen
 wie dem Gastgewerbe nun auch im Euroraum deut-
 lich belebt hat, was in den Vereinigten Staaten bereits
 im Verlauf des ersten Quartals und in China bereits im
 letzten Jahr zu beobachten gewesen war. Im Ergeb-
 nis werden die Impulse auch im Dienstleistungssektor
 rund um den Globus immer stärker spürbar werden:
 Die Weltwirtschaft dürfte demnach alsbald wieder
 „auf allen Zylindern“ laufen. Da es bei dem „Neustart“
 nach der Pandemie zu Angebotsengpässen und lo-
 gistischen Probleme kommt sind derzeit teilweise je-
 doch starke Preisanstiege für Rohstoffe, Vorleistung-
 güter und Transportleistungen zu verzeichnen, was
 das Risiko des Durchschlagens auf den unterliegen-
 den Preistrend durchaus erhöht. Ich gehe weiterhin
 davon aus, dass der säkulare Trend zur Disinflation hier
 letztlich dominant bleibt, eine These, die die Noten-
 banken in den kommenden Monaten allerdings lau-
 fend auf den Prüfstand stellen müssen bzw. werden.



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	4215	38,00
10Y US T-Notes	1,5	0,04
Nikkei	28964	15
Hang Seng	28801	62
Öl (Brent-Future)	72,7	0,06
Gold-Future	1792	-87,30
EUR / USD	1,192	-0,02
EUR / GBP	0,857	0,00
EUR / JPY	131,31	-1,49

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Sep. 21	Dez. 21	Mrz. 22	Jun. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,12	0,15	0,18	0,21	0,24
2J Treasuries	0,21	0,33	0,45	0,52	0,60
5J Treasuries	0,86	0,79	0,92	1,01	1,10
10J Treasuries	1,49	1,63	1,77	1,87	1,98
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	-0,67	-0,90	-0,67	-0,57	-0,48
5J Bundesanleihen	-0,60	-0,69	-0,50	-0,43	-0,35
10J Bundesanleihen	-0,20	-0,25	-0,20	-0,20	-0,11

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Sep. 21	Dez. 21	Mrz. 22	Jun. 22
USD	1,19	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	10,22	10,00	9,80	9,60	9,40
SEK	10,21	10,10	10,00	9,90	9,80
AUD	1,58	1,58	1,55	1,52	1,49
NZD	1,70	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,47	1,56	1,53	1,50	1,46
JPY	131	132	131	133	131
Renminbi	7,67	7,99	7,91	7,84	7,76

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Wir bleiben daher bei unserer Einschätzung, dass für das laufende Jahr mit einem globalen Wachstumsplus von 6,5 % zu rechnen ist. Maßgeblicher Wachstumstreiber für das Jahr 2021 bleiben hier vor allem die USA. Bestätigung für unsere US-Wachstumsprojektion kam hier insbesondere auch von der US-Notenbank: Die Fed hob zuletzt ihre Wachstums- und Inflationserwartungen abermals an. Die Prognose für das BIP-Wachstum 2021 wurde von 6,5 auf 7,0 Prozent erhöht, was unseren bisherigen Prognosen exakt(!) entspricht. Der globale Datenkranz bleibt in allen großen Regionen spürbar aufwärts gerichtet – so dass die Prognoserisiken derzeit sogar eher einer Aufwärtsbias unterliegen.

Zinssätze Angesichts der hohen konjunkturellen Dynamik und höherer Inflationsrisiken ist mehr und mehr davon auszugehen, dass die Notenbank in den Vereinigten Staaten zumindest früher als bisher von den Märkten erwartet damit beginnen wird, die Geldpolitik zu straffen. In der Tat haben die Mitglieder des Offenmarktausschusses mit der letzten Sitzung begonnen, die geldpolitische Wende einzuleiten, wenn auch so behutsam wie irgend möglich: Die US-Notenbank Fed setzt ihre ultralockere Geldpolitik zunächst weiter fort, signalisierte aber nach der Sitzung der ausgehenden Woche zugleich eine frühere erste Zinserhöhung als bisher: Konkret bleibt der Leitzins in der Spanne von 0,0 bis 0,25 Prozent, auch ihre milliarden-schwere Anleihenkäufe will die Fed in einem unveränderten Tempo von insgesamt mindestens 120 Milliarden Dollar pro Monat fortsetzen, umso der Wirtschaft weiter üppig Liquidität zuzuteilen. Die Mehrheit der stimmberechtigten Mitglieder des FOMC geht nunmehr von ersten Zinserhöhungen beim Leitzins im Laufe des Jahres 2023 aus, implizit lassen sich daraus zwei Zinserhöhungen um jeweils 0,25 Prozentpunkte bis Ende 2023 ableiten. Wir fühlen uns daher in unserer Argumentationslinie bestätigt, dass die US-Notenbank immer auch dem Risikomanagement verpflichtet bleibt: 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 weiter verdichten wird: Die Diskussionen über ein Zurückfahren der Anleihenkäufe haben nunmehr begonnen, sollten die langfristigen Inflationserwartungen substanziell ansteigen, wird die Fed ihre geldpolitische Ausrichtung weiter anpassen müssen.

Wie von uns erwartet, wird die EZB ihre geldpolitische Linie b.a.W. nicht ändern: Zuletzt lies die EZB-Präsidentin Christine Lagarde verlauten, dass man die Politik der Bank derzeit am besten als die einer "ruhigen Hand" beschreiben könne. Auch der EZB-Chefvolkswirt Philip Lane argumentierte in diese Richtung und dämpfte die Erwartung an eine baldige Korrektur des

geldpolitischen Kurses: Die EZB wird weiter an ihrem Wording arbeiten und ihre Maßnahmen zu legitimieren suchen, hinter den Kulissen geht die Niveauverschiebung der politökonomischen Parameter der europäischen Geldpolitik aber sicherlich weiter.

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: 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, wie auch die jüngsten Rücksetzer bei den US-Renditen zeigten. 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, unsere Prognosen für die 10-jährigen US-Treasuries belassen wir ebenfalls unverändert und zwar bei Renditen um 2,0 % auf Jahressicht.

Credit Spreads Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – sind zuletzt leicht unter die Marke von 50 Basispunkten gefallen. 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 Kursverlauf des US-Dollars hat sich angesichts der Verdichtung der ersten Anzeichen für eine zukünftige geldpolitische Wende in den USA ganz im Sinne unserer Erwartungen entwickelt: Der US-Dollar machte einen wahren „Satz“ gegenüber dem Euro und sprang von Kursen um EURUSD 1,22 auf Werte um EURUSD 1,19. Der Kurswechsel bei der Fed wird zwar noch einige Zeit brauchen. Die große Frage für den Devisenmarkt bzw. für die Stärke der Dollaraufwertung ist m.E. 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 geldpolitischen Kurswechsel kommen kann. Im Ergebnis sehe ich mich in meiner Einschätzung bestätigt, 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 in Sicht. 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 in Europa einmal mehr eine Vielzahl von Frühindikatoren. Im Kern dürfte die Indikation für die Industrie dank des florierenden Welthandels mit Indexwerten deutlich oberhalb von 60 Indexzählern für die gesamteuropäischen Markt-Indices weiter sehr stark bleiben, zugleich aber eben auch nicht weiter spürbar an Terrain gewinnen können: Trotz der bereits erfolgten Überwindung der Pandemie im Verarbeitenden Gewerbe befinden sich die Indices noch sehr weit im Expansionsbereich. Wir achten auch weiterhin besonders auf die Entwicklung des belgischen Frühindikators, der aufgrund seiner guten Vorlaufeigenschaften einen statistisch besonders hohen Informationsgehalt aufweist. Wir erwarten hier allerdings nur noch wenig Luft nach oben: Die Dynamik ist derzeit so hoch, wie nach der Lehman-Krise. Jeder Monatswert auf diesem Niveau wäre ein wirklich starkes Signal was die Nachhaltigkeit des Aufschwungs auch in Europa anbelangt. Die Ifo-Daten dürften derweil weiter kräftig zulegen, wir halten die Konsensschätzungen hier für realistisch. Die Lockerungen der Corona-Beschränkungen haben demgegenüber naturgemäß die Perspektiven für den kontaktintensiven Dienstleistungssektor spürbar aufgehellt. Dies dürften die europaweiten Markt-Einkaufsmanagerindices für den Dienstleistungsbereich einmal mehr bestätigen, wir erwarten hier mit dem Konsens Werte um 57,0 Indexzähler.

In den USA stehen derzeit die Preisdaten im Fokus der Märkte: Hier wird in der kommenden Woche der Preisindex der Konsumausgaben veröffentlicht - das von der US-Notenbank bevorzugte Maß für die Stärke des unterliegenden Preistrends. Da das Gros der Daten hier bereits vorliegt, ist davon auszugehen, dass sich der starke Anstieg der Preise weiter fortsetzt und zwar sowohl für die „Headline“-Rates als auch für die Kernraten. Letztere dürften mit einem Zuwachs um 3,5 % deutlich oberhalb des 2 %-Ziels der Fed gelegen haben. Der Preisdruck in den USA dürfte zunächst hoch bleiben, die große analytische Kunst wird hier sein, zyklische und strukturelle Entwicklung sachgerecht voneinander zu trennen. Der breite Aufwärtstrend der Indices zum Konsumentenvertrauen wird schließlich mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit weiter Bestand haben.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 21. Juni			
keine Datenveröffentlichungen			
Dienstag, 22. Juni			
US	Verkäufe bestehender Häuser	Mai	5,72 Mio.
EC	Verbrauchervertrauensindex	Juni	-3
Mittwoch, 23. Juni			
US	Verkäufe neuer Häuser	Mai	875 Tsd.
US	Leistungsbilanz	1. Quartal	-207,05 Mrd. USD
EC	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Juni	62,6
GE	Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	Juni	64,4
FR	Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	Juni	59,4
EC	Markit PMI Dienstleistungen	Juni	57,1
GE	Markit PMI Dienstleistungen	Juni	55,3
FR	Markit PMI Dienstleistungen	Juni	55,3
Donnerstag, 24. Juni			
US	Initial Jobless Claims	Woche zum 19.06.2021	412 Tsd.
US	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	Mai	3,0%
US	- ex Transportation	Mai	0,8%
US	Großhandelslagerbestände	Mai	0,8%
US	US-BIP	1. Quartal	6,4%
US	Privater Konsum	1. Quartal	11,3%
US	BIP-Deflator	1. Quartal	4,3%
GE	ifo Geschäftsklimaindex (Lagebeurteilung / E	Juni	100,4 (97,5 / 104)
FR	Geschäftsklimaindex	Juni	107,4
BE	Geschäftsklimaindex	Juni	6,5
GE	Importpreisindex	Mai	1,4% / 10,3%
Freitag, 25. Juni			
US	Persönliche Einkommen	Mai	-2,7%
US	Persönliche Ausgaben	Mai	0,3%
US	Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga	Juli	86,8
US	PCE Deflator	Mai	4% J/J
US	PCE Deflator Kernrate	Mai	0,6% M/M / 3,5% J/J
IT	Geschäftsklimaindex	Juni	110,2
IT	Verbrauchervertrauensindex	Juni	110,6
EC	M3-Geldmengenwachstum	Mai	9,2% / 10,5%

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.