

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Preise (CPI)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Europa

	Nov. 20	Feb. 21	Mai. 21	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	54,8	54,8	62,9	62,8
Markit: Dienstleistungen	46,9	45,4	50,5	59,8
EU-Geschäftsklima	-0,8	-0,3	1,1	1,9
Insee-Geschäftsklima	89,9	88,8	93,1	108,1
Konsumentenvertrauen	-15,5	-15,5	-8,1	-4,4

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Nov. 20	Feb. 21	Mai. 21	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	92,5	90,6	96,7	100,8
Markit: Verarb. Gewerbe	58,2	57,1	66,2	65,9
Markit: Dienstleistungen	49,5	46,7	49,9	61,8
Auftragseingänge	105,1	106,9	113,3	114,2
GfK-Konsumklima	-1,7	-7,5	-6,1	-0,3

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 abermalige Zunahme der Infektionen durch die Delta-Mutation des Corona-Virus hat den globalen konjunkturellen Ausblick zuletzt wieder eingetrübt: Die Delta-Variante hat in vielen Ländern eine vierte Corona-Welle losgetreten, so dass vielfach erneute Beschränkungen erlassen wurden bzw. vor allem mit Blick auf die ungünstigere Witterung im Herbst noch zu erwarten sind. Global gesehen liegen die weltweit aggregierten Neuinfektionen pro Tag mit derzeit rund 700.000 Fällen wieder auf den Hochpunkten der vorherigen Infektionswellen. Damit besteht die Gefahr, dass im kommenden Herbst die kontaktintensiven Branchen des Dienstleistungssektors an Dynamik verlieren könnten. Die abermalige Verlängerung der Pandemie im Rahmen der „Endemisierung“ des Virus birgt vor allem auch die Gefahr von Resistenzen: Einmal mehr in dieser Pandemie rückt damit der Wettlauf zwischen der medizinischen Forschung und der Mutation des Virus in den Vordergrund. Der Natur der Sache nach eine primär medizinische Frage entzieht sich diese Entwicklung weitestgehend der ökonomischen Prognose: Die Pandemie bleibt ein schwer kalkulierbarer Störfaktor für die Kapitalmärkte, dessen Risiken zuletzt wieder spürbar zugenommen haben.

Die Summe der Frühindikatoren verwies unterdessen bis zuletzt auf ein unverändert klar aufwärts gerichtetes Szenario für die Weltwirtschaft: In den USA läuft die Wirtschaft unverändert auf Hochtouren: Der private Konsum hat – nicht zuletzt aufgrund der massiven staatlichen Unterstützung – enorm zugelegt. Gleiches gilt für den staatlichen Konsum und auch die Investitionen haben sich vor allem im Technologie-Bereich gut entwickelt. Die starke gesamtwirtschaftliche Nachfrage hat insgesamt bewirkt, dass der Stellenzuwachs mit fast einer Million Einheiten zuletzt besonders stark war. Auf Basis unserer Simulationen ist davon auszugehen, dass der Arbeitsmarkt voraussichtlich zum Frühjahr 2022 wieder sein Ausgangsniveau erreicht. Der Ausblick für den privaten Verbrauch bleibt damit positiv, vor allem auch da die Vermögensposition der privaten Haushalte sehr komfortabel ist. Per Ende Q2 hat die US-Wirtschaft derweil ihr Ausgangsniveau des Jahresendes 2019 bereits um fast einen Prozentpunkt übertroffen, auch getragen von den massiven Maßnahmen der Finanzpolitik. Analog zur Lage in vielen Industrienationen stieß das Wachstum dabei sogar auf angebotsseitige Engpässe - etwa im Chip-Sektor. Die Engpässe aufgrund der Störung globaler Lieferketten sollten sich sukzessive auflösen, die US-Wirtschaft hatte zumindest bis zuletzt genug Momentum, um das exorbitant hohe Wachstum beibehalten zu können. Wegen des schwächer als erwarteten zweiten Quartals haben wir die Wachstumsprognose für das laufende und das kommende Jahr auf 6,2 % bzw. 4,5 % adjustiert.



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	4401	-33,00
10Y US T-Notes	1,2	-0,05
Nikkei	27013	-964
Hang Seng	24850	-1.542
Öl (Brent-Future)	65,4	-4,85
Gold-Future	1787	5,40
EUR / USD	1,167	-0,01
EUR / GBP	0,858	0,01
EUR / JPY	127,99	-1,31

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Nov. 21	Feb. 22	Mai. 22	Aug. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,13	0,16	0,19	0,22	0,25
2J Treasuries	0,21	0,42	0,42	0,50	0,58
5J Treasuries	0,76	0,74	0,79	0,92	1,06
10J Treasuries	1,23	1,33	1,46	1,69	1,92
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	-0,75	-1,08	-0,76	-0,59	-0,43
5J Bundesanleihen	-0,75	-0,93	-0,65	-0,49	-0,34
10J Bundesanleihen	-0,50	-0,53	-0,38	-0,35	-0,12

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Nov. 21	Feb. 22	Mai. 22	Aug. 22
USD	1,17	1,20	1,19	1,17	1,15
CHF	1,07	1,07	1,07	1,06	1,05
GBP	0,86	0,87	0,87	0,86	0,85
NOK	10,59	10,00	9,80	9,60	9,40
SEK	10,32	10,10	10,00	9,90	9,80
AUD	1,64	1,56	1,55	1,52	1,49
NZD	1,71	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,51	1,48	1,51	1,48	1,46
JPY	128	130	131	133	131
Renminbi	7,58	7,68	7,74	7,78	7,71

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Die Entwicklung im Euroraum verlief bislang positiver als erwartet – das reale Bruttoinlandsprodukt expandierte im zweiten Quartal mit einer annualisierten Rate von über 8 %! Sollte dieser starke Trend Bestand haben, könnte das Vorkrisenniveau bereits zum Jahreswechsel 2021/2022 erreicht werden. Nach den bislang vorliegenden Indikatoren zeichnet sich zwar auch für das dritte Vierteljahr ein kräftiges Wachstum ab, getragen vom Nachholbedarf der privaten Haushalte. Auch im Euroraum stellt sich allerdings die Frage, wie stark retardierend die sich abzeichnende vierte Corona-Welle wirkt: Voraussichtlich werden die Regierungen in vielen Ländern erneute Beschränkungen erlassen, auch wenn es wohl nicht wieder zu undifferenzierten Lockdowns kommen wird. Insgesamt dürfte der Euroraum damit zu Beginn des Frühjahres 2022 das wirtschaftliche Ausgangsniveau des Jahres 2019 erreichen. Die chinesische Wirtschaft expandiert zuletzt spürbar schwächer. Dies ist aber klar vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Volkswirtschaft die pandemiebedingten Wachstumsverluste bereits aufgeholt hatte und insofern ein gewisses „Durchatmen“ in Form einer temporär schwächeren Gangart zu erwarten war. Letztere unterzeichnet aber die konjunkturelle Grundtendenz deutlich; sie ist primär auf eine temporäre pandemie-bedingte Konsumzurückhaltung zurückzuführen. In der Summe dürfte die gesamtwirtschaftliche Aktivität in etwa in dem Tempo expandieren wie vor der Krise. Nicht vergessen sollte den Umstand, dass die Behörden im Notfall nach wie vor das gewünschte Wachstumstempo generieren können, so dass Ziel der Planung erreichbar bleibt. Für den Jahresdurchschnitt 2021 rechnen wir mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Höhe von 8,5 Prozent. Für das kommende Jahr 2022 rechnen wir nahezu unverändert mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 5,6 Prozent.

In der Summe ermäßigen wir unsere globale Wachstumsprojektion hiermit um 0,2 Prozentpunkte auf nunmehr 6,3 % für das laufende Jahr. Diese Korrektur wird maßgeblich notwendig, da die angebotsseitigen Beschränkungen rund um den Globus doch stärker retardierend gewirkt haben, als bislang zu erwarten stand. Im Gegenzug erhöhen wir unsere Projektion für das kommende Jahr um 0,3 Prozentpunkte auf einen globalen Zuwachs um 4,8 %, da wir davon ausgehen, dass sich die aufgestaute Nachfrage im kommenden Jahr entladen kann. Vorbehaltlich massiver exogener politökonomischer bzw. epidemiologischer Schocks – hat der globale Konjunkturzyklus per se wirtschaftlich solide Jahre vor sich.

Zinssätze Die Fed hatte auf ihrer Juli-Sitzung ein erstes vorsichtiges Signal gegeben, dass sie sich auf eine Einschränkung der Anleihekäufe („Tapering“) von bislang 120 Mrd. Dollar pro Monat zubewegt. Im Dezember hatte sie als Voraussetzung dafür "weitere

substanzielle Fortschritte" in Richtung ihrer Ziele genannt. In den USA verdichten sich nunmehr immer deutlicher die Anzeichen dafür, dass die Fed mit Blick auf die Rückführung der Anleihekäufe konkretere Schritte ins Auge fasst. So geht aus dem jüngsten Sitzungsprotokoll hervor, dass die Mehrheit der Mitglieder des FOMC die Voraussetzungen für das sog. Tapering als erfüllt ansieht. Damit löst sich die von uns vielfach konstatierte Divergenz zwischen der sehr robusten wirtschaftlichen Entwicklung und der in Relation dazu extrem expansiven Rhetorik der US-Notenbank allmählich auf. Hintergrund sind neben den latenten Inflationsgefahren wohl vor allem auch (wie oben berichtet) die sehr erfreulichen Daten vom Arbeitsmarkt. Im Ergebnis ist davon auszugehen, dass eine Tapering-Entscheidung bereits zum Jahresende des laufenden Jahres fallen könnte. Die EZB hat derweil ihr strategisches Inflationsziel auf 2 % mit einer symmetrischen Toleranz angepasst. Im Kern folgt die EZB hinsichtlich der geldpolitischen Strategie damit der Richtungsänderung der Fed: Beide Notenbanken wollen sicherstellen, dass der disinflationäre Trend der letzten Jahrzehnte gebrochen werden kann. Vor allem im Euroland besteht dabei aber die Gefahr, dass die Geldpolitik dann zu spät auf Entwicklungen reagiert. Angesichts der anhaltenden Verbreitung der Delta-Variante ist davon auszugehen, dass die EZB ein Tapering weiter hinauszögern wird. Auf der Ratssitzung im September dürfte sie voraussichtlich indizieren, dass die Zinsen wohl auf längere Sicht niedrig bleiben und die Anleihekäufe über das Pandemie-Notprogramm hinaus verlängert werden.

Vor dem Hintergrund des näher rückenden Endes der ultraexpansiven Geldpolitik in den USA sollte der internationale Zinstrend weiter aufwärts gerichtet bleiben. Auf Jahressicht gehen wir vor dem Hintergrund der robusten globalen Perspektiven nunmehr davon aus, dass die 10-jährigen Staatsanleihen in den Industrienationen ihren Aufwärtstrend auf Sicht der nächsten 12 Monate wiederaufnehmen können sollten. Wir senken unsere Projektionen für die US-Treasuries auf Basis verminderter mittelfristiger Inflationserwartungen leicht auf 1,9 %. Der internationale Zinsverbund dürfte auch in Europa für einen grundsätzlichen Zinsanstieg führen, welcher aber deutlich geringer ausfallen wird als in den USA. Wir belassen unsere Zinsprojektionen unverändert bei -0,1 % für die 10-jährigen Bunds.

Credit Spreads Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – bleiben bis zuletzt unterhalb der 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. In Europa dürften die Credit Spreads zudem systematisch durch die immer stärkere Vergemeinschaftung der Schulden eingegrenzt bleiben. Auf Jahressicht ist es somit zunehmend wahrscheinlich, dass die Tiefststände aus dem Jahre 2018 in Angriff genommen werden: Wir erwarten auch weiterhin eine weitere Spreadkompression zunächst auf Werte um 40 Basispunkte.

Devisenmärkte Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar weiter kräftig an Wert verloren und notierte zuletzt bei Kursen um EURUSD 1,17. Mehr und mehr trägt offenkundig unsere Argumentation, dass die Zinswende in den USA deutlich früher erfolgen wird als in Europa. Zunehmend preisen die Märkte die Möglichkeit ein, dass die EZB möglicherweise auf sehr lange Zeit an ihrer Nullzinspolitik festhalten wird. Die große Frage für den Devisenmarkt bzw. für die Stärke der Dollaraufwertung ist, 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. Das Gros der Südländer hat an grundsätzlich höheren Zinssätzen kein Interesse. Auch in vielen Nordländern überwiegt letztlich das Interesse am gesamteuropäischen Gleichschritt. Aus heutiger Sicht ist es damit aus meiner Sicht auch europapolitisch nicht mehr absehbar, wann es hier zu einem geldpolitischen Kurswechsel kommen kann. Damit bleiben 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 startet am Montag im Euroland mit einer ganzen Batterie an Frühindikatoren: Nach dem kräftigen Wachstumsplus des zweiten Quartals (2% ggü. dem Vorquartal) deuten die Frühindikatoren bislang auch für das dritte Quartal eine Fortsetzung der Erholung an. Dazu zählen auch die Einkaufsmanagerindices für den August. Sowohl der Index der Dienstleister als jener für die Industrie bewegen sich allerdings bereits auf sehr hohen Niveaus, sodass nunmehr kaum noch mit Verbesserungen zu rechnen ist. Am Mittwoch werden dann die Ifo-Daten sowie der

für seine guten Vorlaufqualitäten vielbeachtete belgische Frühindikator veröffentlicht. In der Summe erwarten wir, dass die gesamtwirtschaftliche Dynamik im Euroland auf dem hohen Niveau der letzten Monate verbleiben kann. Am Mittwoch sind die Daten zu den US-Auftragseingängen ebenfalls einen Blick wert: Die Orders für Kapitalgüter dürften ihren extrem starken Aufwärtstrend zumindest in der Kernkomponente fortgesetzt haben. Mit Blick auf die „jobless claims“ erwarten wir dann die Fortsetzung der Indikation eines auch weiterhin lebhaften US-Stellenzuwachses. Am kommenden Donnerstag beginnt dann das geldpolitische Symposium der Fed in Jackson Hole. Da die Fed ihre Strategierevision ja erst kürzlich abgeschlossen hat, stehen grundsätzliche Kurskorrekturen nicht zu erwarten, gleichwohl wird es naturgemäß eine Vielzahl von Interviews mit FOMC-Mitgliedern geben, die weiteren Aufschluss über die Mehrheitsverhältnisse innerhalb des FOMC liefern können. Am Freitag stehen dann die Daten zur Jahresrate des Deflators der privaten US-Konsumausgaben zur Veröffentlichung an. Wir erwarten, dass der Hochpunkt des Preisdrucks allmählich erreicht werden könnte, darauf verweisen zumindest die bereits veröffentlichten Einzelkomponenten der Preisdaten. Schließlich werden die Märkte besonders darauf achten, ob sich das zuletzt deutlich schwächere Konsumklima des Michigan-Index wieder festigen kann.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 23. August			
EC Verbrauchervertrauensindex	August	-5	-4
EC Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	August	61,5	62,8
GE Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	August	65,0	65,9
FR Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	August	57,0	58,0
EC Markit PMI Dienstleistungen	August	60,0	59,8
GE Markit PMI Dienstleistungen	August	62,0	61,8
FR Markit PMI Dienstleistungen	August	57,5	56,8
US Verkäufe bestehender Häuser	Juli	5,84 Mio.	5,86 Mio.
Dienstag, 24. August			
US Verkäufe neuer Häuser	Juli	700 Tsd.	676 Tsd.
GE Importpreisindex	Juli		1,6% / 12,9%
GE BIP	2. Quartal	1,5% Q/Q / 9,2% J/J	1,5% / 9,2%
Mittwoch, 25. August			
US Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	Juli	-0,3%	0,9%
US - ex Transportation	Juli	0,3%	0,5%
GE ifo Geschäftsklimaindex (Lagebeurteilung / E August		100,2 (100,8 / 100,5)	100,8 (100,4 / 101,2)
BE Geschäftsklimaindex	August		10,1
Donnerstag, 26. August			
US Initial Jobless Claims	Woche zum 21.08.2021		348 Tsd.
US US-BIP	2. Quartal	6,6%	6,5%
US Privater Konsum	2. Quartal		11,8%
US BIP-Deflator	2. Quartal	6,0%	6,0%
FR Geschäftsklimaindex	August	109,8	110,0
EC M3-Geldmengenwachstum	Juli	7,7% / %	8,3% / 8,7%
Freitag, 27. August			
IT Geschäftsklimaindex	August		115,7
FR Verbrauchervertrauensindex	August	100	101
IT Verbrauchervertrauensindex	August		116,6
GE Einzelhandelsumsätze	Juli		4,5% / 6,5%
US Großhandelslagerbestände	Juli		1,1%
US Persönliche Einkommen	Juli	0,2%	0,1%
US Persönliche Ausgaben	Juli	0,4%	1,0%
US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga	September	70,9	70,2
US PCE Deflator	Juli	4,1% J/J	4,0%
US PCE Deflator Kernrate	Juli	0,3% M/M / 3,6% J/J	0,45% / 3,5%

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.