

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

	Dez. 20	Mrz. 21	Jun. 21	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	53,8	57,9	63,1	61,4
Markit: Dienstleistungen	41,7	45,7	55,2	59,0
EU-Geschäftsklima	-0,7	-0,2	1,5	1,8
Insee-Geschäftsklima	85,6	87,0	100,6	107,8
Konsumentenvertrauen	-17,6	-14,8	-5,1	-5,3

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Dez. 20	Mrz. 21	Jun. 21	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	91,2	92,8	99,3	99,4
Markit: Verarb. Gewerbe	57,8	60,7	64,4	62,6
Markit: Dienstleistungen	46,0	45,7	52,8	60,8
Auftragseingänge	108,0	108,9	109,7	114,2
GfK-Konsumklima	-3,2	-15,5	-8,6	-0,4

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 Der Ausblick für die Weltwirtschaft bleibt trotz der derzeitigen abermaligen Infektionswelle robust, zuletzt überwogen im Saldo wieder die positiven Entwicklungen: Eine maßgebliche Stütze für die Weltwirtschaft bleibt vor allem auch die Exporttätigkeit rund um den Globus: Da der internationale Warenhandel primär eher wenig „menschintensiv“ ist, konnte er während der gesamten Pandemie maßgeblich zur Stabilität des globalen Zyklus beitragen. Dies kam vor allem darin zum Ausdruck, dass das internationale Handelsvolumen schon zum Sommer 2020 wieder das Ausgangsniveau des Jahreschlussquartals 2019 erreichen konnte. Gedämpft wurde der internationale Handel zuletzt allerdings von den logistischen Problemen mit Blick auf die globalen Lieferketten – welche wiederum auf die Überanspannung der Kapazitäten im Zuge der Abarbeitung des großen Nachholbedarfs zurückging. Derzeit mehren sich jedoch die Anzeichen dafür, dass sich die Lage zumindest etwas entspannt – das wären auch gute Nachrichten für die Entwicklung an der Preisfront: So hat sich jüngst etwa bei den ISM-Indices die Komponente zu den Lieferfristen weiter ermäßigt: Mit knapp 70 Indexpunkten liegt diese Zeitreihe zwar auch weiterhin auf einem sehr hohen Niveau, aber der Augustwert ist immerhin der niedrigste seit Jahresbeginn. Im Saldo könnte dies ein erstes Anzeichen dafür sein, dass sich die Lieferkettenproblematik rund um den Globus etwas zu entschärfen beginnt. Auch verteuerten sich die für die Fertigung benötigten Materialien und Güter zuletzt weniger stark. Setzt sich diese Entspannung bei den Lieferengpässen fort, dürfte es der Industrie dementsprechend deutlich leichter fallen, den sich coronabedingt abzeichnenden – höchstwahrscheinlich temporären - Rückgang der Dynamik im tertiären Sektor zu kompensieren.

Die Summe der Frühindikatoren verwies unterdessen auch weiterhin auf ein unverändert klar aufwärts gerichtetes Szenario für die Weltwirtschaft: Die jüngsten Daten aus den USA indizierten lediglich eine moderate Abschwächung – von einem sehr hohen Ausgangsniveau aus. Vor allem der abermalige Rückgang des US-Verbrauchervertrauens – zumindest was die Michigan-Zeitreihe anbelangt – spiegelt zwar die Furcht vor den Folgen einer vierten Ansteckungswelle in den USA wider. Aus unserer Sicht sitzen die US-Verbraucher aber auf solch komfortablen Ersparnissen, dass der private Konsum auch weiterhin die Stütze des Aufschwungs bleiben dürfte. In der Tat war das Ausgabenniveau der privaten Haushalte auch in der Kernkomponente in den letzten Monaten regelrecht explodiert – getragen zwar auch den umfangreichen staatlichen Transfers. Im Saldo aber sollte die zuletzt



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	4535	24,00
10Y US T-Notes	1,3	-0,01
Nikkei	29128	1.487
Hang Seng	25902	494
Öl (Brent-Future)	73,5	0,75
Gold-Future	1815	-5,50
EUR / USD	1,187	0,01
EUR / GBP	0,859	0,00
EUR / JPY	130,49	0,95

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Dez. 21	Mrz. 22	Jun. 22	Sep. 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	0,42	0,42	0,50	0,58
5J Treasuries	0,78	0,73	0,78	0,92	1,06
10J Treasuries	1,30	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	-0,72	-1,15	-0,82	-0,65	-0,49
5J Bundesanleihen	-0,69	-0,97	-0,69	-0,53	-0,38
10J Bundesanleihen	-0,38	-0,56	-0,41	-0,37	-0,15

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Dez. 21	Mrz. 22	Jun. 22	Sep. 22
USD	1,19	1,20	1,19	1,17	1,15
CHF	1,09	1,07	1,07	1,06	1,05
GBP	0,86	0,87	0,87	0,86	0,85
NOK	10,27	10,00	9,80	9,60	9,40
SEK	10,18	10,10	10,00	9,90	9,80
AUD	1,60	1,56	1,55	1,52	1,49
NZD	1,67	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,49	1,48	1,51	1,48	1,46
JPY	130	130	131	133	131
Renminbi	7,66	7,68	7,74	7,78	7,71

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

etwas schwächere Dynamik nicht überbewertet werden: Der Konsum dürfte neben der Vermögensposition des privaten Sektors (der dank Börsen- und Immobilienboom zuletzt ein neues Allzeithoch erreichte) insbesondere von der Entwicklung auf dem US-Arbeitsmarkt bestimmt werden. Eine der häufigsten Zeitreihen, die wöchentlichen Neuanträge auf Arbeitslosenunterstützung, lassen hier nicht erkennen, dass sich der Trend zur deutlichen Zunahme des landesweit aggregierten Arbeitsvolumens signifikant abschwächen sollte. Auf Basis unserer Simulationen ist davon auszugehen, dass der US-Arbeitsmarkt voraussichtlich zum Frühjahr 2022 wieder sein Ausgangsniveau erreicht. Der Ausblick für den privaten Verbrauch bleibt damit positiv, die US-Wirtschaft ist per Q2 nunmehr abermals in der Expansionsphase, deutlich oberhalb des Vorkrisenniveaus von Ende 2019.

Die gesamtwirtschaftliche Dynamik in Asien entwickelte sich zuletzt etwas schwächer. Dies ging zum Teil darauf zurück, dass abermalige Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie im August zu einer spürbaren Belastung des Dienstleistungssektors geführt hatten. In Asien insgesamt ist die Verimpfung der Bevölkerung noch nicht so weit vorangeschritten wie in den meisten Industrienationen. Es ist aber davon auszugehen, dass die Vakzinierung der Bevölkerung auch in der Fläche der asiatisch-pazifischen Region in der zweiten Jahreshälfte massiv an Fahrt aufnimmt. Im Ergebnis rechnen wir mit einem deutlichen Anziehen der Wachstumsraten zum Jahresende. Dabei zeichnet sich auch immer stärker ab, dass die zwischenzeitliche Schwäche des privaten Konsums durch eine lebhaftere Investitionsnachfrage ausgeglichen werden dürfte. Die Entwicklung im Euroraum verläuft derweil nach wie vor spürbar positiver als auch von uns erwartet. Die Stimmungsindikatoren für das dritte Quartal verweisen bislang sogar darauf, dass das Wachstum aus dem zweiten Quartal leicht übertroffen werden könnte. Sollte dieser starke Trend Bestand haben, könnte das Vorkrisenniveau bereits zum Jahreswechsel 2021/2022 erreicht werden. Auch im Euroraum stellt sich allerdings die Frage, wie stark retardierend die sich abzeichnende vierte Corona-Welle sowie die nach wie vor spürbaren Lieferkettenprobleme wirksam werden. Gleichwohl haben sich auch in Europa die Anzeichen für eine zumindest leichte Entspannung der internationalen Logistikketten intensiviert. Insofern könnte eine lebhaftere Entwicklung der Industrieproduktion sowie bessere Perspektiven für den Export dazu beitragen, dass das hohe konjunkturelle Momentum der Erholungsbewegung beibehalten werden kann, bzw. dass die Effekte der pandemiebedingten temporären Einbußen beim Konsum kompensiert werden können. In der Summe verläuft der Pfad der Erholung auch in Europa oberhalb unserer bisherigen Erwartungen - es bleibt aber

abzuwarten, wie weit die nunmehr einsetzende Abschwächung der Erholungsbewegung noch reicht.

In der Summe gehen wir davon aus, dass die Weltwirtschaft auch weiterhin gegen den Trendpfad der letzten Dekade konvergiert: Im laufenden Jahr wird mit deutlich über 6 % Wachstum das Gros der Lücken der Corona-Pandemie geschlossen. Bei perspektivisch immer weiter abnehmenden wirtschaftlichen Kollateralschäden der Pandemiebekämpfung kann die Weltwirtschaft im kommende Jahr dann mit rund 5 % Zuwachs weiter Boden gutmachen und - grosso modo - an den Expansionspfad der 2010'er Jahre anknüpfen. Dies ist aus meiner Sicht vor allem deswegen möglich, da die Post-Lehman-Phase von 2010 bis zum Vorabend der Epidemie von einem unterdurchschnittlichen Wachstum geprägt war, das vor allem in den USA eine nachhaltige Konsolidierung der privaten Finanzen möglich machte. Ohne die starken wirtschaftlichen Impulse aus Asien, die der Spezifik vor allem des chinesischen Wachstumsmodells geschuldet sind, wäre diese globale Erholung ebenfalls nicht möglich gewesen. Es verbleiben freilich die Risiken aus der Mutation des Virus, die kaum seriös prognostizierbar sind. Aus der rein ökonomischen Perspektive ist die Lage aber viel besser als man noch vor Kurzem zu hoffen wagen konnte. Es bleibt also dabei: Vorbehaltlich massiver exogener politökonomischer bzw. epidemiologischer Schocks – hat der globale Konjunkturzyklus per se wirtschaftlich solide Jahre vor sich.

Zinssätze Das Zentralbanker-Symposium in Jackson Hole lieferte kaum Neues. Im Kern bereitete Fed-Chairman Powell rhetorisch die schrittweise Rückführung der Anleihekäufe weiter vor – was das konkrete Timing anbelangt, ließ sich der oberste Notenbanker der USA aber noch erhebliche Spielräume: So verwies Powell darauf, dass die Fortschritte bei der Inflation zwar durchaus signifikant seien. Mit Blick auf die angestrebten Ziele am Arbeitsmarkt blieb er aber unscharf: Wann genau mit der absehbaren weiteren Räumung des Arbeitsmarktes die Zielsetzung der Fed erreicht sein würde, blieb aber offen. Im Ergebnis dürfte die Fed höchstwahrscheinlich noch in diesem Jahr beschließen, die Anleihekäufe zurückzuführen, mit Blick auf die Unsicherheiten durch die Delta-Variante dürfte dies aber vermutlich erst zum Jahresende auf der Dezember-Sitzung erfolgen. In der EZB mehren sich unterdessen die Stimmen für eine für eine schrittweise Normalisierung der Geldpolitik. So betonten die „Falken“ im Rat, dass sowohl das Wachstum als auch die Inflationsentwicklung seitens der EZB unterschätzt worden seien. Ob die EZB tatsächlich beginnen wird, die geldpolitische Wende einzuleiten, ist m.E. auch weiterhin höchst fraglich: Angesichts der anhaltenden Verbreitung der Delta-Variante ist davon auszugehen, dass die EZB ein Tapering weiter hinauszögern wird. Darüber hinaus wird der Preisdruck weltweit nach allgemeinem Dafürhalten perspektivisch wieder abebben. Es ist durchaus möglich, dass die strukturellen Disinflationstrends der Eurozone wieder spürbar werden. Schließlich bleibt das wirtschaftspolitische Interesse an maximaler geldpolitischer Flankierung mit Blick auf die „fiskalische Dominanz“ ein zentrales, wenn nicht das letztlich handlungsleitende Motiv der europäischen Geldpolitik. Im Ergebnis dürfte die EZB den Gesamtrahmen für das PEPP-Programm eher weiter aufzustocken, um die Nettokäufe zunächst weiter fortzusetzen. Vor dem Hintergrund des zusehends näher rückenden Endes der ultraexpansiven Geldpolitik in den USA sollte der internationale Zinstrend weiter aufwärts gerichtet bleiben. Nach wie vor bleiben die Risiken mit Blick auf die Pandemie zwar erheblich, in der Summe dürfte der robuste wirtschaftliche Aufwärtstrend aber erhalten bleiben, mit der Folge, dass die Kapazitätsüberhänge an den Arbeitsmärkten weltweit weiter abgebaut werden können. 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 belassen unsere Projektionen auf den bisherigen Niveau.

Credit Spreads Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markit-iTraxx-Europe – sind zuletzt wieder leicht auf rund 45 Basispunkte gesunken. Stimmt unsere Analyse mit Blick auf die sukzessive Entspannung der internationalen Logistikprobleme, dürften die Spreads weiter sinken: Einerseits sinken die Inflationsgefahren, andererseits wird das reale Wachstum gestützt. Zudem dürfte die EZB wie oben geschildert an ihrem ultraexpansiven Kurs festhalten. Das sind insgesamt gute Voraussetzungen für ein weiteres Abschmelzen der Credit Spreads: Auf Jahressicht ist es somit sehr wahrscheinlich, dass die Tiefstände aus dem Jahre 2018 in Angriff genommen werden. Wir erwarten auch weiterhin eine weitere Spreadkompression zunächst auf Werte um 40 Basispunkte.

Devisenmärkte Der Euro verzeichnete zuletzt wieder eine leichte Gegenbewegung und wertete auf Kurse um EURUSD 1,185 auf. Der seit Jahresbeginn vorherrschende Abwärtstrend hat aber Bestand. Auch wenn die Botschaft der Fed auf der Jackson-Hole-Konferenz „dovisher“ war als erwartet und im

Übrigen erwartungsgemäß kaum neue Akzente setzte, bleibt es dabei: Die Zinswende in den USA wird deutlich früher erfolgen als in Europa. Was unserer Sicht zudem vielfach übersehen wird, ist der Umstand, dass EZB bereits so weit im Bereich negativer Zinsen operiert, dass das europäische Zinsgefüge die wahre transatlantische Zinsdivergenz nicht zur Gänze widerspiegelt: Wenn die USD-Notenbank mit dem Tapering beginnt, dürfte dies umso mehr ins Gewicht fallen. 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 ist vergleichsweise überschaubar, es dominieren die Daten für die deutsche und europäische Industrie: Trotz hohem Auftragsbestand haben die Unternehmen in Deutschland und Europa erhebliche Probleme aufgrund des Mangels an Rohstoffen und Vorprodukten. Vor diesem Hintergrund dürfte die Industrieproduktion weiter stagnieren und auch der Auftragseingang schwach bleiben. In den USA werden dann zum Wochenschluss wichtige Daten zur Preisentwicklung veröffentlicht: Der Preisdruck auch bei den Kernkomponenten der US-Produzentenpreisen bleibt bis zuletzt enorm hoch – insofern kommt hier den Daten für den August eine besonders wichtige Rolle zu: Wir können uns gut vorstellen, dass der Preisdruck sukzessive allmählich abnimmt, zumal sich die wichtige Determinante der Importpreise bereits erkennbar entspannt hat.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 6. September			
GE Auftragseingänge Industrie	Juni	-1% M/M / % J/J	-3,2% / 54,9%
Dienstag, 7. September			
CH Währungsreserven	August	3233 Mrd. USD	3235,9 Mrd. USD
CH Exporte	August	17% J/J	19,3%
CH Importe	August	27% J/J	28,1%
CH Handelsbilanz	August	54,4 Mrd. USD	56,6 Mrd. USD
GE ZEW Konjunkturumfrage (Lage / Erwartung)	September	34 / 30,5	29,3 / 40,4
EC ZEW Konjunkturumfrage (Erwartung)	September		42,7
GE Industrieproduktion	Juli	0% M/M	-1,3% / 5,1%
EC BIP	2. Quartal	2% Q/Q / 13,6% J/J	2% / 13,6%
Mittwoch, 8. September			
IT Einzelhandelsumsätze	Juli		0,68% / 7,71%
FR Handelsbilanz	Juli		-5818,9 Mio. EUR
US Konsumentenkredite	Juli	28,6 Mrd. USD	37,69 Mrd. USD
US Beige Book der Fed			
Donnerstag, 9. September			
CH Konsumentenpreise	August	% M/M / 1% J/J	0,3% / 1%
CH Erzeugerpreise	August	% M/M / 8,9% J/J	0,5% / 9%
CH Geldmenge M2	August	8,3% J/J	8,3%
GE Handelsbilanz	Juli		16,2 Mrd. EUR
GE Leistungsbilanz	Juli		22,5 Mrd. EUR
GE Exporte	Juli		1,3% M/M
GE Importe	Juli		0,6% M/M
EC EZB-Zinsentscheidung	August	0,00%	0,00%
Freitag, 10. September			
FR Industrieproduktion	Juli		0,5% / 7,1%
IT Industrieproduktion	Juli		1% / 13,97%
GE Verbraucherpreisindex	September	0% M/M / 3,9% J/J	0% / 3,9%
US Großhandelslagerbestände	August	0,6%	0,6%
US Erzeugerpreisindex	August	0,6% M/M / 8,3% J/J	1% / 7,8%
US PPI Kernrate	August	0,5% M/M / 6,6% J/J	1% / 6,2%

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.