

Prognosen: Wachstum (BIP)

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deutschland	0,6	-4,9	3,2	5,2	1,6
Euroraum	1,2	-6,8	5,2	4,5	1,9
USA	2,3	-3,5	5,9	4,4	1,9
China	6,1	2,1	8,4	5,6	5,5
Welt	2,8	-3,2	6,1	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	108,7	109,8	118,7
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 Die Daten zur globalen konjunkturellen Dynamik verweisen weiterhin auf eine robuste Erholung, die weltweit nunmehr sukzessive in eine Konvergenz auf den Vorkrisenpfad übergehen dürfte: Nach den jüngsten Projektionen der internationalen Forschungsinstitute wird man im Jahre 2024-2025 anhand der jeweiligen Produktionsvolumina kaum noch erkennen können, dass es die Pandemie gegeben hat. Das Risiko von neuen umfangreichen Lockdowns dürfte insbesondere wegen der Impffortschritte in den Industrieländern vergleichsweise gering sein. Grundsätzlich kann es zwar immer wieder zu spürbaren regionalen Beschränkungen kommen; die Gefahr eines globalen, synchronen Lockdowns ist anders als zu Beginn der Pandemie aber begrenzt. Schließlich werden die deutlichen wirtschaftspolitischen Reaktionen (Geld- und Fiskalpolitik) in vielen Industrieländern bis weit in das kommende Jahr stark stützend wirken.

In den USA verläuft die Expansion trotz immer wieder aufflackernder Pandemie-Risiken aktuell in der Hochkonjunktur. Das Momentum nahm in der Summe zwar zuletzt etwas ab, im Kern kann die us-amerikanische Volkswirtschaft aber enorm davon profitieren, dass die privaten Haushalte während der Post-Lehman-Zeit der 2010'er Jahre weniger konsumiert haben als sonst üblich: Gerade die jüngsten Zahlen zum Einzelhandel belegten hier einmal mehr eindrucksvoll, dass der private Verbrauch auch angesichts höherer Corona-Risiken das Rückgrat der US-Expansion bleiben kann. Dies stützt unsere Einschätzung, dass der private Konsum trotz der fast beispiellosen Zuwächse der letzten Monate weiter robust expandieren kann, auch wenn die fiskalischen Stimuli perspektivisch wieder abnehmen dürften.

Auch die Entwicklung im Euroraum verläuft weiter deutlich besser als – auch von uns – erwartet: Die maßgeblichen gesamteuropäischen Frühindikatoren verblieben bis zuletzt knapp unter den Höchstständen. Dies verweist darauf, dass die dämpfenden Effekte der nächsten Corona-Welle voraussichtlich geringer ausfallen werden als bislang zu befürchten stand: Die Impfquote ist mittlerweile in den meisten Eurostaaten ausreichend hoch, um neue umfassende Lockdowns zu vermeiden. Was zudem stützend wirkt, ist der Umstand, dass der gesamteuropäische Arbeitsmarkt sich im bisherigen Jahresverlauf besser entwickelt hat als zunächst zu erwarten stand. Die Arbeitslosenquote lag zuletzt nur marginal über dem Niveau von Anfang 2020. Schließlich bleiben die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft im gesamten Euroraum auch im kommenden Jahr außerordentlich akkomodierend. Das Finanzsystem insgesamt hat die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie bislang relativ



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	4471	17,00
10Y US T-Notes	1,3	0,01
Nikkei	30500	118
Hang Seng	24921	-1.285
Öl (Brent-Future)	75,5	2,56
Gold-Future	1758	-30,20
EUR / USD	1,178	0,00
EUR / GBP	0,854	0,00
EUR / JPY	129,55	-0,34

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	1,18	1,20	1,19	1,17	1,15
CHF	1,09	1,07	1,07	1,06	1,05
GBP	0,85	0,87	0,87	0,86	0,85
NOK	10,12	10,00	9,80	9,60	9,40
SEK	10,16	10,10	10,00	9,90	9,80
AUD	1,61	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	7,60	7,68	7,74	7,78	7,71

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

gut verarbeitet haben, nicht zuletzt aufgrund der enormen Ausweitung der Liquiditätsversorgung durch die EZB.

Die Dynamik im asiatisch-pazifischen Raum ist auch weiterhin leicht rückläufig: Man darf dabei aber nicht übersehen, dass China bereits im ersten Halbjahr dieses Jahres auf den Vorkrisenpfad zurückgekehrt war. Die wirtschaftlichen Nach- und Aufholeffekte spielen für die konjunkturelle Entwicklung daher nur noch eine untergeordnete Rolle. Die restriktive Covid-Politik hat zuletzt zwar wieder zu regionalen Lockdowns geführt, die Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in China halten sich aber in sehr engen Grenzen. Erkennbar wird derzeit versucht, die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen wieder stärker zu begrenzen, indem die Impulse der Geld- und der Finanzpolitik wieder gedrosselt wurden: Man sollte sich aber immer vergegenwärtigen, dass Peking die Rückführung der Maßnahmen bei Bedarf jederzeit wieder beenden kann. Im Ergebnis nehmen wir unsere Schätzungen für das globale BIP leicht auf 6,1 % zurück und adjustieren auch unsere US-Projektionen auf nunmehr 5,9 % (China nunmehr + 8,4 %) BIP-Zuwachs im laufenden Jahr. Materiell bleibt es aber dabei: In der Summe gehen wir davon aus, dass die Weltwirtschaft auch weiterhin gegen den Trendpfad der letzten Dekade konvergiert.

Zinssätze Das Zentralbanker-Symposium in Jackson Hole hatte wenig Neues gebracht. 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. Vor diesem Hintergrund ist derzeit schwer absehbar, ob die Fed auf der Sitzung in der kommenden Woche konkreter wird. Die zumindest temporär höheren Infektionswerte sowie die schwächeren Daten vom Arbeitsmarkt sprechen im Saldo eher noch für eine abwartende Haltung. Auf der anderen Seite ist mit Blick auf den anhaltenden Inflationsdruck natürlich immer das Risiko gegeben, dass die US-Notenbank zu spät kommt, zudem muss die Notenbank auch die rhetorische Kontinuität wahren. Es bleibt also spannend, wie genau das FOMC die auch kommunikative Aufgabe löst. Wir gehen aber weiterhin davon aus, dass die Fed höchstwahrscheinlich noch in diesem Jahr beschließen wird, die Anleihekäufe zurückzuführen, mit Blick auf die genannten Unsicherheitsfaktoren dürfte dies aber vermutlich erst zum Jahresende erfolgen.

In der EZB mehren sich unterdessen die Stimmen 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: Dass die obige These empirisch fundiert ist, untermauert jüngst auch eine Studie des ZEW-Mannheim: Demnach bestehen zwischen dem individuellen Abstimmungsverhalten im Rat und der jeweils nationalen Verschuldungssituation auch im streng statistischen Sinne signifikante Verbindungen. Zwar kommt es bei solchen empirischen Untersuchungen auch immer auf die konkrete Operationalisierung der Fragestellung an - wenn Theorie und Empirie aber so eindeutig in die gleiche Richtung weisen, ist die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, dass die These der fiskalischen Dominanz nicht so einfach von der Hand zu weisen ist.

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 könnten sollten. Wir belassen unsere Projektionen auf den bisherigen Niveaus.

Credit Spreads Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-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 1,18 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 Woche wird vor allem von den Daten zu den europäischen Frühindikatoren dominiert: Wir erwarten, dass sich die Erholung im Dienstleistungssektor nach der Lockerung der Corona-Beschränkungen im Kern weiter fortsetzt, die Frühindikatoren angesichts der im Saldo gestiegenen Risiken für abermalige Lockdowns im Herbst aber doch marginal nachgeben dürften. Auch für den Ausblick in der gesamteuropäischen Industrie ist eine etwas schwächere Gangart zu erwarten: Hintergrund sind hier auf Basis der relativ hohen Indexstände die anhaltenden Knappheiten von Rohstoffen und Vorprodukten sowie die logistischen Probleme, die die Dynamik trüben. Wir gehen gleichwohl davon aus, dass die Probleme der Kapazitätsengpässe rund um den Globus weiter abnehmen werden. Der Fed-Zinsentscheid in der nächsten Woche ist wie oben erläutert im Einzelnen schwer prognostizierbar: Weiterhin steht die Entscheidung aus, wann mit der Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe begonnen werden soll. Neben dem belgischen Frühindikator wird in der kommenden Woche vor allem auch der Ifo-Indikator veröffentlicht. Wir erwarten, dass die Ifo-Zeitreihe weiter nachgibt: Hintergrund sind neben den Liefer- und Transportengpässen die Belastung durch eine abermals anziehende

Pandemiewelle. Schließlich besteht die handfeste Gefahr, dass die Stimmung der deutschen Unternehmen durch den nahenden Wahlscheid bzw. durch schwierige Koalitionsverhandlungen belastet wird.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 20. September			
GE Erzeugerpreise	August		1,9% / 10,4%
US NAHB Housing Market Index	September	73	75
Dienstag, 21. September			
US Baubeginne	August	1545 Tsd.	1534 Tsd.
US Baugenehmigungen	August	1595 Tsd.	1630 Tsd.
US Leistungsbilanz	2. Quartal		-195,74 Mrd. USD
Mittwoch, 22. September			
EC Verbrauchervertrauensindex	September		-5
US Verkäufe bestehender Häuser	August	5,81 Mio.	5,99 Mio.
US FOMC Zinsentscheidung		0,25%	0,25%
Donnerstag, 23. September			
FR Geschäftsklimaindex	September		109,8
EC Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September		61,4
GE Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe	September		62,6
FR Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	September		57,5
EC Markit PMI Dienstleistungen	September		59,0
GE Markit PMI Dienstleistungen	September		60,8
FR Markit PMI Dienstleistungen	September		56,3
US Index der Frühindikatoren	August	0,6%	0,9%
Freitag, 24. September			
GE ifo Geschäftsklimaindex (Lage / Erwartung)	September		99,4 (101,4 / 97,5)
IT Geschäftsklimaindex	September		113,4
BE Geschäftsklimaindex	September		7,6
IT Verbrauchervertrauensindex	September		116,2
GE Importpreisindex	August		2,2% / 15%
US Verkäufe neuer Häuser	August	714 Tsd.	708 Tsd.

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.