

Prognosen: Wachstum (BIP)

	2019	2020	2021	2022e	2023e
Deutschland	0,6	-4,6	2,9	2,8	3,1
Euroraum	1,2	-6,5	5,2	2,8	2,9
USA	2,3	-3,5	5,7	2,9	2,3
China	6,1	2,1	8,1	4,9	5,3
Welt	2,8	-3,1	5,9	3,6	3,4

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Preise (CPI)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Europa

	Aug. 21	Nov. 21	Feb. 22	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	62,8	58,3	58,7	55,5
Markit: Dienstleistungen	59,8	54,6	51,1	57,7
EU-Geschäftsklima	1,8	1,7	1,8	2,0
Insee-Geschäftsklima	107,3	110,2	110,7	111,7
Konsumentenvertrauen	-3,7	-5,4	-9,7	-22,0

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Aug. 21	Nov. 21	Feb. 22	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	100,7	98,0	96,1	91,8
Markit: Verarb. Gewerbe	65,9	57,8	59,8	54,6
Markit: Dienstleistungen	61,8	52,4	52,2	57,6
Auftragseingänge	120,8	106,1	114,6	108,3
GfK-Konsumklima	-0,3	0,4	-6,9	-15,7

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 globale Ausblick wird weiterhin von einer Vielzahl von Belastungsfaktoren gedämpft. Nach wie vor ist ein Ende des Krieges in der Ukraine aufgrund einer nahezu unveränderten russischen Haltung nicht absehbar: Solange es keine Perspektive für Verhandlungen über die Beendigung des Krieges gibt, droht vielmehr die Gefahr einer immer stärkeren Intensivierung des Konfliktes. Im Rahmen einer solchen Eskalation sind immer weitere Verschärfungen der Sanktionen gegen Russland sowie mögliche Gegenmaßnahmen zu erwarten. In der Tat zeichnet sich diesbezüglich ab, dass die Energieeinfuhren der EU aus Russland weiter drastisch reduziert werden dürften. Derzeit intensivieren die EU-Mitgliedstaaten ihre Bemühungen, die Abhängigkeit von russischen Öl- und Gaslieferungen zu vermindern. Während sich bei dem leichter verfügbaren Öl ein westlicher Importstopp abzeichnet, scheinen die Europäer vor einem Gasembargo allerdings vorerst noch abzusehen, weil es mit Blick auf die geringere Substituierbarkeit einen deutlicheren Wachstumseinbruch bewirken würde. Hier sind also noch erhebliche Anpassungsleistungen zu erbringen - das braucht einfach Zeit. Ein weiteres Problem für die Weltwirtschaft bleiben die zunehmenden Auswirkungen der Lockdowns in China. Zwar bleibt es bislang zumindest dabei, dass die Engpässe im globalen Aggregat in der Tendenz weiter abnehmen, die Probleme in China werden aber auf jeden Fall eine vollständige Normalisierung der logistischen Engpässe weltweit spürbar verzögern.

Diesen Belastungsfaktoren stehen die stark stützenden Auswirkungen der Verringerung der dämpfenden Effekte der Pandemie entgegen. So profitiert der Dienstleistungssektor vom Wegfall der meisten Corona-Beschränkungen. Vor allem in den führenden Industrienationen haben sich die privaten Haushalte durch das Zwangssparen in der Corona-Pandemie ein finanzielles Polster aufgebaut, das sich nunmehr in Form einer teilweise extrem starken privaten Nachfrage entladen kann. Die US-Wirtschaft ist von der Ukraine-Krise und den höheren Energiepreisen derweil viel weniger betroffen als die EU. Zudem operiert die amerikanische Wirtschaft ohnehin an der Kapazitätsgrenze. Ein schwächeres Wachstum würde es auch mit Blick auf den Arbeitsmarkt erleichtern, dass die Strukturen sich anpassen können – vor allem, dass durch die höheren Löhne wieder Zuwächse beim Arbeitsangebot zu verzeichnen sind. Für die USA sind die retardierenden Wirkungen der Ukraine-Krise also relativ leicht zu verkraften, hier wirken die höheren Energiepreise mehr wie eine dämpfende Steuererhöhung etwa zur Senkung der Treibhausgasemissionen. Die Lage in der Eurozone ist hingegen dramatisch anders gelagert: Derzeit zehren die Unternehmen noch von einem hohen Auftragsbestand und der Abarbeitung

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3973	-137,50
10Y US T-Notes	2,9	-0,22
DAX Index	13934,7	260,4
Nikkei	26428	-576
Hang Seng	19899	-895
Öl (Brent-Future)	109,3	-3,96
Gold-Future	1816	-66,40
EUR / USD	1,039	-0,02
EUR / GBP	0,852	0,00
EUR / JPY	134,04	-3,67

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Aug. 22	Nov. 22	Feb. 23	Mai. 23
Fed Funds	1,00	1,50	2,00	2,50	3,00
3M-USD-Libor	1,42	1,92	2,43	2,93	3,43
2J Treasuries	2,58	2,54	2,76	2,87	2,99
5J Treasuries	2,85	2,71	2,85	2,92	3,00
10J Treasuries	2,90	2,91	2,98	3,06	3,13
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
3M-Euribor	-0,40	-0,29	-0,17	-0,05	0,06
2J Bundesanleihen	0,07	0,37	0,65	0,71	0,76
5J Bundesanleihen	0,55	0,62	0,81	0,85	0,89
10J Bundesanleihen	0,90	0,91	0,95	1,01	1,04

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Aug. 22	Nov. 22	Feb. 23	Mai. 23
USD	1,04	1,05	1,04	1,02	1,00
CHF	1,04	1,04	1,03	1,01	0,99
GBP	0,85	0,86	0,86	0,85	0,84
NOK	10,27	9,60	9,60	9,50	9,40
SEK	10,53	10,10	10,00	9,90	9,80
AUD	1,51	1,51	1,50	1,46	1,46
NZD	1,67	1,68	1,66	1,65	1,63
CAD	1,36	1,38	1,37	1,34	1,31
JPY	133	135	133	130	129
Renminbi	7,06	7,09	7,02	6,83	6,67

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

der Covid-Nachholeffekte. Wenn diese Effekte auslaufen, könnte die Summe der Belastungsfaktoren schlagartig spürbar und der wesentlich schwächere Potentialpfad wieder offenkundiger werden: Das reale Wachstum in der Eurozone lag seit dem Ausbruch der Lehman-Krise nur bei rund 0,6 % p.a. (zum Vergleich USA: 1,6 %) – darüber sollte die derzeitige Resilienz der Wirtschaft nicht hinwegtäuschen. Zentral wird es hier m.E. sein, welche geopolitische Lage vorherrscht, wenn die Nachholeffekte auslaufen und sich die Versorgungslage normalisiert hat. Nachholbedingt bleiben aber trotz des Krieges Zuwächse um 3 % für das laufende und das kommende Jahr zu erwarten.

Im globalen Aggregat bleibt es also dabei. Die Auftriebskräfte weltweit sind so stark, dass die Risiken aus dem starken Anstieg der geopolitischen Belastungsfaktoren aufgefangen werden können: Die konjunkturelle Dynamik geht zurück, bricht aber nicht wirklich ein. Vor allem der asiatisch-pazifische Raum wird voraussichtlich bereits ab dem Winterhalbjahr wieder spürbar an Dynamik zulegen können, mit rund 5,6 % kann die Region an die Wachstumsraten der Vor-Corona-Zeit anknüpfen. Trotz des abflachenden Trendwachstums in den Industrienationen liegen die Zuwächse im kommenden Jahr bei 2,4 Prozent - über dem langjährigen Schnitt. Die Weltwirtschaft insgesamt wächst im laufenden und im kommenden Jahr mit rund dreieinhalb Prozent in etwa durchschnittlich: Wir gehen grundsätzlich weiter davon aus, dass die wirtschaftliche Entwicklung jedoch dem immer stärkeren geopolitischen Gegenwind trotzen kann und lassen unsere Wachstumsschätzungen auf den bisherigen Niveau.

Zinssätze Unverändert steht die Frage nach der weiteren Entwicklung der Inflation im Zentrum der Entwicklung der globalen Rentenmärkte: Noch ist kein Ende des starken Preisdrucks weltweit abzusehen. Gerade mit den Problemen in China besteht vielmehr die Gefahr, dass sich die preistreibende Lieferkettenproblematik abermals verschärft bzw. eine Normalisierung der Lage weiter erheblich verzögert. Trotz der massiven Aufwertung des US-Dollars blieb der Preisdruck in der zumal stark binnenorientierten US-Wirtschaft weiter sehr hoch: Bis zuletzt stehen sogar auf den Vorstufen der Produktion Anzeichen einer Entspannung aus. Vor dem Hintergrund des hohen Preisdrucks bei den Rohstoffen und des unverändert sehr stark angespannten US-Arbeitsmarktes, stellt sich daher immer dringlicher die Frage, wie stark vor allem die US-Notenbank die Zinssätze anheben muss, um die Inflation zu brechen: Die US-Renditen für 10-jährige Staatsanleihen übersprangen zwischenzeitlich die Marke von 3,0 % - ein Wert, der zuletzt 2018 erreicht worden war. Auch wenn die marktimpliziten Inflations-

erwartungen mittlerweile erste Anzeichen einer Trendwende erkennen lassen, ist der Endpunkt des US-Zinszyklusses extrem ungewiss – das Ende einer ganzen Kette von geldpolitischen Verschärfungen ist wohl noch weit entfernt. Sollte sich der Preisdruck nicht alsbald ermäßigen, müsste die Fed womöglich noch aggressiver vorgehen, als sie das derzeit ohnehin tut und die Märkte es erwarten. Die Risiken sind gewaltig, wenn man sich etwa vor Augen hält, dass etwa die klassische „Taylor-Rule“ derzeit gleichgewichtige Notenbankzinsen um 10 % (!) vorsähe.

Zentral ist es jedenfalls auch weiterhin zu beobachten, wie sich der Preisdruck in den USA entwickelt. Hier gilt es den ersten Wendepunkt auszumachen, um eine Positionsbestimmung für die weitere Inflationsentwicklung vornehmen zu können: M.E. verweisen viele Frühindikatoren hier auch weiterhin darauf, dass in den nächsten Monaten ein oberer Wendepunkt bei den Produzentenpreisen durchgemessen werden dürfte, ab dem die Inflationsraten dann wieder sinken sollten. Das dürfte dann ein wesentlicher „game-changer“, für die Kapitalmärkte sein. Grundsätzlich bleibt die Strukturstabilität mit Blick auf das Inflationsregime zumindest perspektivisch wesentlich wahrscheinlicher als ein wirklich nachhaltiger Systemwandel – so ist etwa die vielfach ins Feld geführte Deglobalisierung bis dato empirisch einfach nicht nachweisbar. Jüngste Studien quantifizieren zudem rund 90 % der aktuellen Anomalien am US-Arbeitsmarkt als temporäre Sondereffekte. Wirkliche Klarheit wird man allerdings erst dann haben, wenn die Sondereffekte auslaufen, was aber mit Blick auf die Haltung Putins noch dauern kann. Wir gehen daher weiterhin davon aus, dass insbesondere die US-Notenbank ihren Kurs einer entschiedenen geldpolitischen Straffung fortsetzen wird und belassen unsere diesbezüglichen Prognosen annähernd unverändert – allerdings haben wir die Projektion für die Fed Funds auf nunmehr 3,0 % abermals angehoben.

Trotz der enormen konjunkturellen Belastungen durch die Ukraine-Krise zeigt sich die EZB-Spitze nunmehr offenkundig bereit, dem zuletzt immer stärkeren vor allem auch öffentlichen Druck nach einer geldpolitischen Kehrtwende nachzugeben: Zuletzt hatten immer mehr mehrere Experten die EZB öffentlich zum Handeln aufgefordert. EZB-Chefin Christine Lagarde deutete jüngst eine Zinserhöhung im Juli an: Sobald das Anleihekauf-Programm der Zentralbank zum Juli ausläuft, solle der Leitzins steigen. Anschließend sind offenbar weitere Zinsschritte geplant. Wie weit und nachhaltig diese Wende führt ist – wie immer – vor allem auch datengetrieben. Wir erwarten mit dem Konsensus, dass die EZB zunächst mit dem Einlagensatz beginnt und dann um den Jahreswechsel 2022/23 eine erste Erhöhung auch des Hauptrefinanzierungssatzes vornehmen wird. Während des Sommerhalbjahres 2023 dürfte die EZB den Leitzins dann abermals um 25 Basispunkte anheben bei 50 Basispunkten fixieren. Wir belassen unsere Zinsprognosen für die Kapitalmarktzinssätze unverändert bei Renditen um 1,0 % auf Jahressicht.

Credit Spreads Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – haben im Zuge der Verschärfung der Ukraine-Krise weiter spürbar zugelegt – zuletzt lagen sie bei fast 100 Basispunkten. Mittelfristig erwarten wir im Kern eine Fortsetzung des - relativ - lockeren geldpolitischen Kurses der EZB und zumindest perspektivisch eine relative Entspannung der Ukraine-Krise. Insofern sollten sich die Risikoprämien auch wieder zurückbilden, derzeit sehen wir einen Fair-Value bei Kursen um 90 Basispunkte, auf Sicht der kommenden sechs Monate sollten Werte um 70 Indexzähler wieder erreichbar werden. Dies setzt allerdings voraus, dass es wie erwartet zu einer Beruhigung in der Ukraine-Krise kommt.

Devisenmärkte Der US-Dollar ist zuletzt in eine extrem scharfe Aufwertungsbewegung übergegangen und hat seit Jahresbeginn rund 10 % an Wert zugelegt. Katalysator dieser Entwicklung ist die Ukraine-Krise, die Schwäche des Euro ist aber auch strukturell begründet, wie ich seit Langem – auch gegen den Konsensus (aktuell laut Bloomberg auf Jahressicht bei EURUSD 1,15, vor einem Jahr bei EURUSD 1,23) – argumentiert habe. Grundsätzlich gilt hier auch weiterhin: Je länger die Krise um die Ukraine anhält, desto stärker wird sich aufgrund der asymmetrischen konjunkturellen Wirkungen der Zinspfad der EZB und der US-Fed auseinanderentwickeln. Über diese Erwägungen hinaus ist zu beachten, dass sich die Terms of Trade für die Europäer aufgrund der hohen Kosten für Energieimporte immer weiter verschlechtern. Die deutsche und die europäische Leistungsbilanz dürfte also nicht nur durch die weiteren geopolitisch bedingten Einbußen bzw. Beschränkungen des Handels leiden, sondern auch durch eine systematische Verschlechterung der Außenhandelsposition geschwächt werden. Dies wurde zuletzt bereits in der Entwicklung der deutschen und auch der aggregierten gesamteuropäischen Handelsbilanz deutlich. Mittelfristig ist es m.E. gut möglich, dass sich die deutschen und europäischen Leistungsbilanzüberschüsse aufgrund der Verschlechterung der Terms of Trade und der Belastungen für den Export durch ein weiter erodierendes globales Freihandelsregime dauerhaft in etwa halbieren! Darüber hinaus dürfte eine immer größere Zinsdivergenz aufgrund des - zumindest in relativer Betrachtung - immer geringeren realwirtschaftlichen

Wachstumspfad für weiteren Abwärtsdruck sorgen. Es m.E. nach wie vor schwer vorstellbar, dass die EZB auch nur annähernd so entschieden agiert, wie die angelsächsischen Notenbanken. Insofern gehen wir folglich in unseren Simulationen auch davon aus, dass die Fed beim „quantitative tightening“ wesentlich massiver vorgeht als die EZB, der ein erster Zinsschritt selbst bei einer Jahrhundertinflation quasi mit aller Gewalt abgerungen werden muss. Vor dem Hintergrund der obigen Erwägungen gehen wir auch weiterhin grundsätzlich davon aus, dass der seit dem Jahre 2008 vorherrschende strukturelle Trend zur Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar grundsätzlich Bestand haben wird. Insgesamt erhöhen wir unser Kursziel für den EURUSD hiermit abermals und erwarten nunmehr auf Jahressicht, dass die Parität mit Kursen um EUR/USD 1,00 erreicht wird. Strukturstable Trends bewirken auch auf die mittlere bis längere Frist, dass die Gemeinschaftswährung massiv unter Druck bleibt: Auf Sicht der kommenden zwei Jahre sehen wir die US-Devisen nunmehr bei Kursen um EUR/USD 0,98.

Die Daten-Woche

Die kommende Woche ist einmal mehr von den US-Daten geprägt. Neben den regionalen Frühindikatoren für die Regionen New York und Philadelphia, die sich analog zu den nationalen Aggregaten weiter robust entwickelt haben dürften, stehen die Daten zur Industrieproduktion und den Einzelhandelszahlen im Fokus: Die Industrieproduktion dürfte ihre kräftige Erholung fortsetzen, die enorm hohe Dynamik im Einzelhandel dürfte sich voraussichtlich ebenfalls perpetuieren: So dürften die Einzelhandelsumsätze im April um 0,9 % gegenüber dem März gestiegen sein: Die US-Volkswirtschaft feuert auf allen Zylindern. In der Eurozone stehen die Daten zur gesamteuropäischen Handelsbilanz an. Ich gehe davon aus, dass die Zahlen analog zu den deutschen Daten auch weiterhin auf einen massiven Einbruch der gesamteuropäischen Überschüsse verweisen werden.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 16. Mai			
CH Einzelhandelsumsätze (J/J)	April	-6,2% J/J	-3,5%
CH Industrieproduktion (J/J)	April	0,5% J/J	5,0%
GE Großhandelspreise	April		6,9% / 22,6%
EC Handelsbilanz	März		-7628,8 Mio. EUR
US Empire Manufacturing Index	Mai	15,0	24,6
US Nettowertpapierabsatz im Ausland	März		141,7 Mrd. USD
Dienstag, 17. Mai			
IT Handelsbilanz	März		-1662,19 Mio. EUR
EC BIP	1. Quartal		0,2% / 5%
US Industrieproduktion	April	0,4%	0,9%
US Kapazitätsauslastung	April	78,5%	78,3%
US Lagerbestände	März	1,9%	1,5%
US Einzelhandelsumsätze	April	1,0%	0,7%
US - ex Autos	April	0,4%	1,4%
US NAHB Housing Market Index	Mai	75	77
Mittwoch, 18. Mai			
EC Verbraucherpreisindex (Kernrate)	Mai		0,6% / 7,5% (3,5%)
US Baubeginne	April	1763 Tsd.	1793 Tsd.
US Baugenehmigungen	April	1810 Tsd.	1870 Tsd.
Donnerstag, 19. Mai			
IT Leistungsbilanz	März		-1516,5 Mio. EUR
US Index der Frühindikatoren	April	0,0%	0,3%
US Philadelphia Fed Index	Mai	17,6	17,6
US Verkäufe bestehender Häuser	April	5,65 Mio.	5,77 Mio.
Freitag, 20. Mai			
EC Verbrauchervertrauensindex	Mai		-22
GE Erzeugerpreise	April		4,9% / 30,9%

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.