

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3476	225,00
10Y US T-Notes	0,8	-0,06
Nikkei	24325	993
Hang Seng	25713	1.606
Öl (Brent-Future)	40,1	2,65
Gold-Future	1960	81,60
EUR / USD	1,189	0,02
EUR / GBP	0,905	0,01
EUR / JPY	122,80	0,87

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Apr. 21	Jul. 21	Okt. 21	Jan. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,23	0,38	0,28	0,07	-0,09
2J Treasuries	0,14	0,51	0,81	0,60	0,39
5J Treasuries	0,47	0,68	1,02	0,85	0,68
10J Treasuries	1,09	1,02	1,45	1,33	1,22
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	-0,70	-0,49	-0,21	-0,43	-0,66
5J Bundesanleihen	-0,73	-0,49	-0,19	-0,40	-0,62
10J Bundesanleihen	-0,52	-0,38	-0,08	-0,45	-0,49

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Apr. 21	Jul. 21	Okt. 21	Jan. 22
USD	1,22	1,22	1,19	1,17	1,15
CHF	1,08	1,09	1,07	1,06	1,05
GBP	0,90	0,91	0,90	0,90	0,89
NOK	10,29	10,50	10,40	10,20	9,80
SEK	10,05	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,58	1,58	1,55	1,52	1,49
NZD	1,69	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,56	1,58	1,55	1,52	1,49
JPY	127	132	131	133	131
Renminbi	7,92	8,08	7,91	7,84	7,82

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

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 Rund um den Globus haben sich die Perspektiven weiter aufgeheitert: Angesichts des erfolgten weltweiten Impfstarts ist davon auszugehen, dass die Pandemie sukzessive zurückgedrängt werden kann. Es bestehen zwar noch erhebliche Restrisiken, vor allem mit Blick auf die jüngsten Mutationen. Unter dem Strich dürfte aber mehr und mehr die Normalität wieder Einkehr halten. In der Summe bestehen gute Chancen dafür, dass die Weltwirtschaft die Pandemie überwinden und an die vormals bestehende Expansionsphase anknüpfen kann. Meine zentrale These ist dabei, dass die Covid-Krise trotz aller wirtschaftlichen Belastungen im Saldo zyklusverlängernd wirkt, was positive Wirkungen auf den Ausblick an den Kapitalmärkten haben sollte. Zwar dürfte der globale Potenzialpfad zukünftig flacher verlaufen, gleichwohl bleibt die zyklische Abweichung auch von diesem Expansionspfad erheblich. Diesen Befund kann man in seiner Bedeutung für die Kapitalmarktstrategie kaum überschätzen: Unter der Prämisse, dass die COVID-Krise mit einem wirksamen Impfstoff sukzessive überwunden werden kann, hat die Rezessionswahrscheinlichkeit nicht zu, sondern abgenommen! Stärker denn jemals zuvor in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte sind die Notenbanken quasi darauf angewiesen, deflatorische Impulse um keinen Preis zuzulassen – eine sog. Asset-Preis-Inflation ist insofern geradezu notwendige Bedingung des Weges aus der Pandemie. Im Saldo ist für die Wahrscheinlichkeitsverteilung an den Finanzmärkten maßgeblich, dass eine Rezession nach der Überwindung der Pandemie unwahrscheinlicher geworden ist.

In Europa ist die Lage mit Blick auf die weiterhin bestehenden Lockdowns und die Anlaufprobleme beim Impfen weiterhin angespannt. Die Frühindikatoren verweisen u.E. auf eine weiterhin zähe Erholung, so dass wir die Eurozone weiterhin eher als „Nachzügler“ sehen: Getragen werden die globalen Perspektiven damit mehr denn je von der asiatisch-pazifischen Region und den USA. Während sich die Frühindikatoren für China und Asien seit Mitte des letzten Jahres ohnehin sehr robust entwickelt haben, konnten sich die US-Indices weiter signifikant festigen. Sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch der Dienstleistungssektor ist bis zuletzt in einer sehr klaren Erholungsbewegung begriffen. So verweisen die beiden viel beachteten nationalen ISM-Bellwether bis zuletzt auf erhebliches Wachstum in einer Größenordnung um 4 %. Besonders hervorzuheben ist aus unserer Sicht aber schließlich der Umstand, dass die Zuversicht vor allem im Unternehmenssektor ungebrochen hoch ist: Die Erfahrung zeigt, dass die US-Unternehmen i. d. R. das feinere Gespür dafür haben, wann die Konjunktur wieder stärker Tritt fasst und wann es Zeit ist, wieder zu investieren. Dies bestätigt die Einschätzung, dass die US-Wirtschaft

Prognosen: Wachstum (BIP)

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Deutschland	2,2	1,5	0,6	-5,1	5,2
Euroraum	2,5	1,8	1,3	-7,9	5,1
USA	2,3	2,9	2,3	-3,6	4,5
China	6,9	6,6	6,1	2,1	9,5

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Preise (CPI)

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Deutschland	1,7	1,9	1,4	0,6	1,5
Euroraum	1,5	1,7	1,2	0,4	1,1
USA	2,1	2,4	1,8	0,9	1,6
China	2,1	2,4	2,9	2,8	2,3

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Europa

	Apr. 20	Jul. 20	Okt. 20	letzter
Markit: Verarb. Gewerbe	44,5	47,4	53,7	55,2
Markit: Dienstleistungen	26,4	48,3	48,0	46,4
EU-Geschäftsklima	-0,2	-2,2	-1,2	-0,4
Insee-Geschäftsklima	96,4	67,3	92,2	85,5
Konsumentenvertrauen	-11,6	-14,7	-13,9	-13,9

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Frühindikatoren: Deutschland

	Apr. 20	Jul. 20	Okt. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	86,7	86,2	93,2	92,1
Markit: Verarb. Gewerbe	45,4	45,2	56,4	58,3
Markit: Dienstleistungen	31,7	47,3	50,6	47,0
Auftragseingänge	87,2	91,9	100,9	106,6
GfK-Konsumklima	8,1	-18,6	-1,8	-6,8

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

die allgemeinen Erwartungen eher übertreffen sollte: Es sind alle notwendigen Ingredienzien dafür vorhanden, dass die US-Wirtschaft alsbald wieder „zündet“. Trotz aller Risiken gehen wir daher davon aus, dass die Weltwirtschaft im Jahre 2020 zwar um rund 4 % geschrumpft sein dürfte. Im Jahr 2021 dürfte die Weltwirtschaft mit 5,3 % dann wieder deutlich wachsen und an ihre bisherige Expansionsphase anknüpfen können.

Diesem Szenario entspricht auch die Entwicklung an den Finanzmärkten, wo vor allem die globale US-Leitbörse bis zuletzt im Aufwind bleibt – und dies obwohl die konservative Mehrheit der Republikaner nunmehr in beiden Kammern des Kongresses Geschichte ist. Aus unserer Sicht erklärt sich die insgesamt doch zuversichtliche Reaktion der Finanzmärkte hinsichtlich der politischen Rahmenbedingungen aus dem folgenden Kalkül: Die neue Biden-Administration wird mit der Mehrheit in beiden Kammern einigermaßen handlungsfähig sein, da ein potenzieller gesetzgeberischer Stillstand abgewendet ist. Hier eröffnet sich die Möglichkeit für mehr wirtschaftlichen Stimulus und die dringend gebotenen Infrastrukturprogramme. Gleichzeitig sind durch die knappe Senatsmehrheit Alleingänge der Demokraten insbesondere in Bezug auf potenzielle Steuererhöhungen kaum möglich. Da damit ein potenzieller Belastungsfaktor für die US-Unternehmen sehr unwahrscheinlich geworden ist, dürfte das Sentiment so robust verblieben sein.

Zinssätze Die internationalen Zinssätze sind zuletzt wieder gestiegen, spürbar vor allem in den USA. Dies dürfte einerseits mit den besseren Perspektiven für die Bekämpfung der Pandemie zusammenhängen: Trotz aller Probleme und Verzögerung reicht die Erwartungsbildung der Finanzmärkte über das Erreichen von Herdenimmunität zum dritten Quartal des laufenden Jahres hinaus. Zum anderen verheißt der Sieg von Joe Biden mehr fiskalischen Stimulus. Global gesehen ist der Weg zu nachhaltig höheren Sätzen aber noch weit: Zu groß ist das Output Gap in den meisten Volkswirtschaften der Welt, zu niedrig auch die marktimpliziten Inflationserwartungen – vor allem in Europa. Die internationalen Notenbanken werden daher weiter zuwarten, bis sich die Perspektiven weiter gefestigt haben. Dabei erwarten wir allerdings auch, dass sich vor allem erhebliche Differenzierungen zwischen der EZB und der Fed ergeben werden. Darauf verwies auch zuletzt die Aufspreizung des transatlantischen Spreads.

Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik rund um den Globus bleibt das Aufwärtspotenzial für die Kapitalmarktzinssätze in toto eng begrenzt. Wir gehen zwar grundsätzlich davon aus, dass der internationale Zinstrend auch weiterhin leicht auf-

wärtsgerichtet bleiben wird, dies dürfte aber bei Weitem nicht dafür ausreichen, dass die Renditen der richtungsweisenden 10-jährigen Bundesanleihen wieder in den positiven Bereich steigen können. Konkret erwarten wir auf Jahressicht kaum Aufwärtspotenzial für die 10-jährigen Bundrenditen, die folglich auch auf Sicht der nächsten 12 Monate noch bei -0,5 % rangieren dürften – wir haben die diesbezüglichen Schätzungen leicht angehoben. Die Projektionen für die 10-jährigen US-Treasuries haben wir ebenfalls angehoben und sehen die richtungsweisenden US-Zinssätze binnen Jahresfrist nunmehr bei rund 1,2 %. Dabei dürfte der weitere Zinsanstieg auch eine Funktion des Tempos der Verimpfung bleiben.

Credit Spreads

Die Corporate Spreads sind – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – jüngst zwar wieder etwas gestiegen, im Kern sind sie aber seit dem Sommer in eine Seitwärtsbewegung übergegangen: Hintergrund dürften die wieder gestiegenen konjunkturellen Risiken sein, die aus der sich abzeichnenden zweiten Pandemiewelle herrühren. In unserem Hauptszenario erwarten wir aber wie oben ausgeführt, 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 dürften auch weiterhin kurstreibend wirken. Auf Jahressicht könnten dann zunächst die Tiefststände aus dem Jahre 2018 in Angriff genommen werden: Wir erwarten eine weitere Spreadkompression auf Werte um 40 Basispunkte.

Devisenmärkte

Der US-Dollar blieb bis zuletzt im Abwärtstrend – entgegen unseren Erwartungen und obgleich sich der Zinsabstand zu den USA zuletzt wieder erkennbar ausweitete. Seit Ende Q3 2020 haben die US-Staatsanleihen ihren Zinsvorsprung um rund 40 Basispunkte ausbauen können. Dies entspricht exakt dem Muster, das wir zukünftig erwarten: Die Fed wird allmählich weniger expansiv werden können, während die EZB in immer weitere Runden der monetären Alimentation gezwungen werden wird. Die EZB befindet sich mit ihrer Geldpolitik bereits im Extrembereich, da sie insbesondere den bereits vor der COVID-Krise vorherrschenden Abwärtstrend der mittelfristigen Inflationserwartungen nicht stabilisieren konnte: Bereits vor dem Hintergrund des Handelskonfliktes war deutlich geworden, dass der Rückgang der längerfristigen Inflationserwartungen eine systematische Verschiebung des Pfades der Inflationserwartungen beinhaltet. Diese Entwicklung ist zwar naturgemäß multikausal, im Kern krankt die Union aber weiterhin vor allem an einer divergenten Preisentwicklung, die eine effiziente europäische Arbeitsteilung aufgrund der resultierenden Unterschiede der Wettbewerbsfähigkeit unterminiert und zu einer systematischen Schwächung der Wachstumskräfte führt. Insgesamt war die Eurozone nach unserer Einschätzung schon vor der Corona-Krise den wirtschaftlichen Herausforderungen grundsätzlich nicht mehr gewachsen.

Durch die Veränderungen der Machtverhältnisse in den USA dürfte sich eine Vielzahl von Parametern für den internationalen Handel und damit für die Wechselkurse weltweit verändern. Neben der internationalen Handelsordnung dürfte davon vor allem auch der weitere Pfad der US-Staatsverschuldung betroffen sein. Wie argumentiert, dürfte ein kompletter Bruch mit den bisherigen politischen Linien mit Blick auf die Mehrheitsverhältnisse im Senat jedoch unwahrscheinlich sein, auch wenn es sicherlich zu Akzentverschiebungen kommen dürfte. Zudem dürfte ja gerade die Eurozone mit Blick auf das schwache Wachstum in Kombination mit den tradierten strukturellen Problemen ihre Verschuldung ebenfalls spürbar erhöhen. Aus unserer Sicht bleiben im Saldo die wesentlichen Argumente für einen schwächeren Euro intakt. Der jüngere Kursverlauf von EURUSD läßt allerdings vermuten, dass es länger dauern könnte, bis die von uns ins Auge gefassten Kursziele erreicht werden können. Daher nehmen wir unsere Jahresziele weiter zurück, gehen aber weiterhin davon aus, dass der Generaltrend für den US-Dollar in den kommenden 12-24 Monaten aufwärts gerichtet bleiben wird: Mittelfristig sehen wir die US-Devise unverändert bei Kursen um 1,11 – auf Jahressicht nehmen wir unsere Aufwertungserwartung allerdings auf Kurse um EURUSD 1,15 zurück.

Die kommende Daten-Woche

Die kommende Woche ist vergleichsweise datenarm: In den USA stehen die Preisdaten an, die man mit Blick auf die Entwicklung der Inflationserwartungen genau im Blick behalten sollte. Die nunmehr anstehenden Daten sollten allerdings noch unkritisch sein und sich sowohl auf der Erzeugerebene als auch auf bei den Konsumentenpreisen gemäß des Konsensus entwickeln. Das Sentiment der privaten Haushalte sollte grundsätzlich aufwärts gerichtet sein, auch wenn leichte Rücksetzer möglich bleiben. Der Empire Manufacturing dürfte belegen, dass sich das robuste Momentum in der US-Industrie auch im neuen Jahr fortsetzen wird. In Europa stehen keine marktrelevanten Daten an.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 11. Januar			
CH Konsumentenpreise	Dezember	% M/M / 0% J/J	-0,6% / -0,5%
CH Erzeugerpreise	Dezember	% M/M / -0,7% J/J	0,5% / -1,5%
Dienstag, 12. Januar			
keine Datenveröffentlichungen			
Mittwoch, 13. Januar			
IT Industrieproduktion	November		1,3% / -5,1%
EC Industrieproduktion	November	0,3% M/M / -2,9% J/J	2,1% / -3,8%
GE Großhandelspreise	Dezember		0,1% / -1,7%
US Verbraucherpreisindex	Dezember	0,4% M/M / 1,3% J/J	0,2% / 1,2%
US CPI Kernrate	Dezember	0,1% M/M / 1,6% J/J /	0,2% / 1,6%
Donnerstag, 14. Januar			
CH Exporte	Dezember	15% J/J	21,1%
CH Importe	Dezember	5,1% J/J	4,5%
CH Handelsbilanz	Dezember	72 Mrd. USD	75,4 Mrd. USD
US Initial Jobless Claims	Woche zum 09.01.2021		787 Tsd.
US Importpreisindex	Dezember	0,7% M/M	0,1% / -1%
Freitag, 15. Januar			
FR Verbraucherpreisindex	Januar	% M/M / 0% J/J	0,2% / 0%
EC Handelsbilanz	November		30029,1 Mio. EUR
US Industrieproduktion	Dezember	0,3%	0,4%
US Kapazitätsauslastung	Dezember	73,3%	73,3%
US Lagerbestände	November	0,4%	0,7%
US Einzelhandelsumsätze	Dezember	-0,1%	-1,1%
US - ex Autos	Dezember	-0,2%	-0,9%
US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga	Januar	79,5	80,7
US Empire Manufacturing Index	Januar	3,8	4,9
US Erzeugerpreisindex	Dezember	0,4% M/M / 0,7% J/J	0,1% / 0,8%
US PPI Kernrate	Dezember	0,1% M/M / 1,3% J/J	0,1% / 1,4%

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.