

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3840	175,00
10Y US T-Notes	1,1	0,01
Nikkei	28631	112
Hang Seng	29448	874
Öl (Brent-Future)	54,7	-0,32
Gold-Future	1845	-5,10
EUR / USD	1,216	0,01
EUR / GBP	0,891	0,00
EUR / JPY	126,28	0,72

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Apr. 21	Jul. 21	Okt. 21	Feb. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,22	0,37	0,25	0,03	-0,15
2J Treasuries	0,12	0,58	0,87	0,64	0,41
5J Treasuries	0,44	0,74	1,08	0,89	0,70
10J Treasuries	1,09	1,09	1,51	1,37	1,23
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,54	-0,49	-0,48	-0,45	-0,42
2J Bundesanleihen	-0,71	-0,44	-0,16	-0,41	-0,65
5J Bundesanleihen	-0,72	-0,44	-0,14	-0,38	-0,62
10J Bundesanleihen	-0,51	-0,32	-0,02	-0,40	-0,48

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Apr. 21	Jul. 21	Okt. 21	Feb. 22
USD	1,22	1,22	1,19	1,17	1,15
CHF	1,08	1,09	1,07	1,06	1,05
GBP	0,89	0,91	0,90	0,90	0,89
NOK	10,33	10,50	10,40	10,20	9,80
SEK	10,08	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,58	1,58	1,55	1,52	1,49
NZD	1,70	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,55	1,58	1,55	1,52	1,49
JPY	126	132	131	133	131
Renminbi	7,89	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 Die konjunkturellen Perspektiven in Europa werden derzeit vor allem vom Verlauf weiterer Infektionswellen geprägt: Die wirtschaftliche Entwicklung dürfte im Winter in vielen Ländern spürbar gedämpfter verlaufen – in einigen Regionen Europas zeichnet sich derzeit sogar ein abermaliger absoluter Rückgang der Wirtschaftsleistung ab. Hintergrund dürften die von den Regierungen einmal mehr verhängten Beschränkungen für bestimmte Aktivitäten sein. Die weiter ansteigende Belegung von Intensivkapazitäten zwangen viele Staaten eine insgesamt wesentlich schärfere Gangart einzuschlagen etwa mit Blick auf die abermalige Schließung von Gastronomiebetrieben und Hotels. Nach wie vor verweisen die gesamteuropäischen Frühindikatoren auf eine relativ zähe Erholung: Die Stimmung bei den europäischen Unternehmen (z.B. Gesamteinkaufsmanagerindex Composite) hat sich jüngst - im Zuge abermaliger Lockdowns - verschlechtert: In der Summe bestätigen die Daten damit unsere Einschätzung, dass sich die Konjunktur in Europa zumindest derzeit weiter vom internationalen Geleitzug abkoppelt.

Die globalen Perspektiven bleiben derweil gleichwohl klar aufwärts gerichtet: In den USA kam es zuletzt sogar zu weiteren Aufwärtsüberraschungen - so etwa beim Industrieindikator der Federal Reserve of Philadelphia, der es der Indikation der nationalen ISM-Indices gleichtat und zum Jahresauftakt mit dem Januarwert weit in den Expansionsbereich sprang. Beide ISM-Indices rangieren derweil weiterhin deutlich im Expansionsbereich, was auch auf das weniger restriktive Regime der Infektionsschutzmaßnahmen zurückgeht. Interessen werden dem Vernehmen nach erste Effekte einer insgesamt schnelleren Verimpfung der Bevölkerung bei bestimmten Alterskohorten spürbar bzw. wirksam. In der Summe halten wir Wachstumsraten um 4,3 % in den Vereinigten Staaten im laufenden Jahr für realistisch.

Der Produktionseinbruch in den Schwellenländern ist bislang deutlich moderater ausgefallen als in den Industrienationen. Hierzu hat vor allem China beigetragen, dessen Produktion sich nach dem Shutdown zu Jahresbeginn rapide erholte und bereits zum Sommer wieder das Vorkrisenniveau erreichen konnte. Im Verlauf des Sommers haben aber auch viele weitere asiatische Länder das Vorkrisenniveau wieder überschritten. Grund hierfür dürfte die in der Summe deutlich erfolgreichere Pandemiebekämpfung gewesen sein: So haben vor allem die Regierungen der Länder Asiens schneller und durchgreifender gehandelt. Dies geht auch auf den Umstand zurück, dass die Bevölkerung in vielen asiatischen Ländern in der Vergangenheit bereits Erfahrungen mit Epidemien gesammelt hatte

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Preise (CPI)

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

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	67,4	92,2	85,9
Konsumentenvertrauen	-11,6	-14,7	-13,9	-13,8

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

und die damit verbundenen Gefahren allen Beteiligten deutlich bewusster waren. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt der Welt in diesem Jahr voraussichtlich um 3,9 % sinken und in den Jahren 2021 und 2022 um 5,5 % bzw. 4,2 % zulegen können.

Vor allem die Entwicklung an den US-Börsen, aber auch die Entwicklung etwa der Credit-Spreads oder vieler anderer Finanzindikatoren rund um den Globus verweist ungewöhnlich deutlich darauf, dass die Kapitalmärkte die Pandemie schon weitgehend ausgepreist haben – eine Indikation, die sich mit unseren fundamentalen volkswirtschaftlichen Einschätzungen weitestgehend deckt. Das primäre Risiko dürfte derzeit in den möglichen Mutationen liegen, die die hohe Wirksamkeit der Impfstoffe beeinträchtigen könnten, ohne dass neue Präparate gefunden werden könnten. Allerdings halten wir diese Wahrscheinlichkeit für gering, da es der medizinischen Forschung weltweit ja in Rekordzeit gelang, sich auf eine ganz neue Klasse von Erregern einzustellen.

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: Bei ihrer jüngsten Sitzung im Dezember verlagerte die EZB ihre Kommunikation vom konkreten Instrumenteneinsatz zu der allgemeinen Absicht, die wirtschaftliche Erholung durch günstige Finanzierungsbedingungen zu unterstützen. Christine Lagarde betonte zudem, dass das angemessene Niveau der Finanzierungsbedingungen auch vom mittelfristigen Inflationsausblick abhängt. Letzterer hatte sich in den vergangenen Wochen zwar wieder etwas gefestigt, der strukturelle Abwärtstrend dürfte aber Bestand haben. Insofern wird die EZB aller Voraussicht nach nicht in der Position sein, etwa die Wertpapierkäufe des PEPP-Programms zu drosseln.

Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik bleibt das Aufwärtspotenzial für die Kapitalmarktzinssätze in toto rund um den Globus begrenzt. Wir gehen zwar grundsätzlich davon aus, dass der internationale Zinstrend auch weiterhin leicht aufwärtsgerichtet 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. Die Projektionen für die 10-jährigen US-Treasuries belassen wir bei rund 1,2 %.

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 dürfte 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-Devisen 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 Datenagenda der kommenden Woche ist gut gefüllt: Im Fokus dürften die BIP-Daten für die Länder Europas und die USA stehen: In den Vereinigten Staaten hat die Wirtschaft im vierten Quartal voraussichtlich trotz zunehmender Infektionszahlen weiter zugelegt, wobei sich das Tempo der Erholung allerdings merklich verlangsamt hat. Gestützt wurde die Konjunktur sowohl durch eine kräftige Nachfrage der Privathaushalte als auch eine lebhafte Tätigkeit im Bausektor. Im Wochenverlauf stehen aus unserer Sicht die Stimmungsindikatoren für die Industrie als auch für das Verbrauchervertrauen im Fokus. Die Fed wird ihren Kurs zunächst beibehalten. In Europa stehen zum Wochenauftakt mit dem Ifo-Indikator und dem belgischen Frühindikator wegweisende Daten an – wir rechnen mit einer leichten Verschlechterung analog zu den jüngsten Gesamteinkaufsmanagerindices. Letztere brachten einen schwachen Jahresstart der europäischen Gesamtwirtschaft zum Ausdruck. In Deutschland hat die Wirtschaftstätigkeit weitgehend stagniert. Anders als im Frühjahr konnte die Industrie, gestützt durch eine lebhafte globale Nachfrage, den Rückgang im Dienstleistungssektor ausgleichen und somit ein Schrumpfen der Wirtschaft verhindern. In Frankreich und Spanien war dies offenkundig nicht der Fall, weil der Aufschwung der Industrie die Rückgänge bei den Dienstleistungen nicht kompensieren konnte.

In der Summe bestätigen die Daten damit unsere Einschätzung, dass sich die Konjunktur in Europa zumindest derzeit weiter vom internationalen Geleitzug abkoppelt.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
Montag, 25. Januar			
GE ifo Geschäftsklimaindex (Lage / Erwartung)	Januar	91 (90,6 / 93,3)	92,1 (91,3 / 92,8)
BE Geschäftsklimaindex	Januar		-8,4
Dienstag, 26. Januar			
US Verbrauchervertrauensindex des Conf. Boarc	Januar	88,8	88,6
Mittwoch, 27. Januar			
FR Verbrauchervertrauensindex	Januar	94	95
GE Einzelhandelsumsätze	Dezember	-2,3% M/M / 4,2% J/J	1,1% / 5%
US Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter	Dezember	1,0%	1,0%
US - ex Transportation	Dezember	0,5%	0,4%
US FOMC Zinsentscheidung		0,25%	0,25%
Donnerstag, 28. Januar			
IT Geschäftsklimaindex	Januar		95,9
IT Verbrauchervertrauensindex	Januar		102,4
EC Verbrauchervertrauensindex	Februar		-16
EC Industrievertrauensindex	Januar	-7	-7
EC Wirtschaftsvertrauensindex	Januar	90,0	90,4
EC Dienstleistungsvertrauensindex	Januar		-17
GE Verbraucherpreisindex	Januar	0,5% M/M / 0,7% J/J	0,5% / -0,3%
US Initial Jobless Claims	Woche zum 23.01.2021		900 Tsd.
US Index der Frühindikatoren	Dezember	0,2%	0,6%
US Großhandelslagerbestände	Dezember		0,0%
US Verkäufe neuer Häuser	Dezember	860 Tsd.	841 Tsd.
US US-BIP	3. Quartal	4,1%	33,4%
US Privater Konsum	3. Quartal	2,6%	41,0%
US BIP-Deflator	3. Quartal	2,4%	3,5%
Freitag, 29. Januar			
FR Erzeugerpreisindex	Dezember		1,7% / -1,8%
IT PPI Manufacturing	Dezember		-0,2% / -2,8%
GE Importpreisindex	Dezember		0,5% / -3,8%
GE Arbeitslosenrate (sa)	Januar	6,1% J/J	6,1%
EC M3-Geldmengenwachstum	Dezember	11,1% / %	11% / 10,6%
GE BIP	4. Quartal	0% Q/Q / -4% J/J	8,5% / -4%
FR BIP	4. Quartal	-4,1% Q/Q / -7,8% J/J	18,7% / -3,9%
US Persönliche Einkommen	Dezember	0,2%	-1,1%
US Persönliche Ausgaben	Dezember	-0,5%	-0,4%
US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan	Februar	79,2	79,2
US Chicago Einkaufsmanagerindex	Januar	58,3	58,7
US PCE Deflator	Dezember	1,2% J/J	1,1%
US PCE Deflator Kernrate	Dezember	0,1% M/M / 1,3% J/J	0,0% / 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.