

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3884	45,00
10Y US T-Notes	1,2	0,11
Nikkei	28779	1.116
Hang Seng	29289	1.005
Öl (Brent-Future)	59,4	3,50
Gold-Future	1799	-51,20
EUR / USD	1,198	-0,02
EUR / GBP	0,875	-0,01
EUR / JPY	126,73	-0,40

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Mai. 21	Aug. 21	Nov. 21	Feb. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,20	0,35	0,25	0,06	-0,09
2J Treasuries	0,11	0,66	0,97	0,78	0,58
5J Treasuries	0,47	0,82	1,18	1,03	0,87
10J Treasuries	1,17	1,17	1,61	1,51	1,40
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	-0,34	-0,05	-0,26	-0,48
5J Bundesanleihen	-0,67	-0,32	-0,01	-0,22	-0,43
10J Bundesanleihen	-0,43	-0,19	0,12	-0,25	-0,27

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Mai. 21	Aug. 21	Nov. 21	Feb. 22
USD	1,20	1,22	1,19	1,17	1,15
CHF	1,08	1,09	1,07	1,06	1,05
GBP	0,88	0,91	0,90	0,90	0,89
NOK	10,31	10,50	10,40	10,20	9,80
SEK	10,12	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,58	1,58	1,55	1,52	1,49
NZD	1,68	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,53	1,58	1,55	1,52	1,49
JPY	127	132	131	133	131
Renminbi	7,75	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](mailto: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** Trotz anhaltender Risiken vor allem mit Blick auf die potentiellen Virus-Mutationen haben sich die internationalen Perspektiven weiter klar aufgehellt: Wie erwartet, stufte der Internationale Währungsfonds die Wachstumsprojektionen für die Weltwirtschaft jüngst doch sehr deutlich nach oben. Der IWF erwartet nunmehr einen globalen Zuwachs von rund 5,5 % für das laufende Jahr. Hervorzuheben ist hierbei m.E. insbesondere auch, dass die Kontraktion mit den vom Fonds veranschlagten 3,5 % für das Jahr 2020 doch erheblich unterhalb der Krisenszenarien liegt, die im Verlauf des letzten Jahres vorherrschten. Dies geht vor allem auf die Entwicklung in China zurück, das im letzten Jahr mit 2,3 % eines der ganz wenigen Länder war, das während der Pandemie überhaupt ein Wachstumsplus aufweisen konnte.

Bemerkenswert an den Projektionen des IWF ist aus meiner Sicht aber vor allem die Revision für den Ausblick in den USA: Nicht nur, dass der Einbruch für das Jahr 2020 mit einer Kontraktion von 3,4 % doch insgesamt überschaubar bleibt – der Fonds veranschlagt für das Jahr 2021 einen BIP-Zuwachs von 5,1 %! Materiell bedeutsam ist dies, da die US-Wirtschaft somit voraussichtlich ihr Ausgangsniveaus des Jahresendes 2019 bereits zur Jahresmitte 2021 erreicht damit einmal mehr deutlich dynamischer wächst als etwa die Eurozone. Dies stützt meine Einschätzung, dass die Stärke des US-Zyklus einmal mehr deutlich unterschätzt wurde: Die Vermögensposition der US-Haushalte ist zumindest im Aggregat so komfortabel, dass der private Konsum keine bindende Restriktion für eine lebhaftere Erholung darstellt. Die robuste Stimmung im US-Unternehmerlager verweist darauf, dass die US-Unternehmen die Krise bis zuletzt als einen massiven aber temporären exogenen Schock einstufen: Trotz aller Unsicherheiten bezüglich der Pandemie, hat die Stimmung im Unternehmerlager nie wirklich gelitten, blieb bis zuletzt vor allem auch die Investitionsneigung weiter hoch – vor allem im Technologiesektor. Diese Entwicklung wurde bis zuletzt von der Entwicklung der entsprechenden Segmenten am US-Kapitalmarkt flankiert, was darauf verweist, dass der Aufschwung in den USA grundsätzlich weiter intakt bleibt. Das ist eine gute Indikation auch für die anderen etablierten Industrienationen: Die US-Wirtschaft ist die am stärksten marktwirtschaftlich orientierte große Volkswirtschaft der Welt. Sie bildet daher den eigentlichen Zyklus der Industrienationen erfahrungsgemäß spürbar besser ab als andere Länder.

Mit Blick auf den konjunkturellen Ausblick für Europa gehen wir gleichwohl auch weiterhin davon aus, dass sich die Entwicklung im Verlauf als eher problematisch darstellen wird: Die tragenden Systemmerkmale des

**Prognosen: Wachstum (BIP)**

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

	Mai. 20	Aug. 20	Nov. 20	letzter
Markit: Verarb. Gewerbe	33,4	51,8	54,8	54,8
Markit: Dienstleistungen	12,0	54,7	46,9	45,4
EU-Geschäftsklima	-1,9	-1,8	-0,7	-0,3
Insee-Geschäftsklima	49,4	76,8	89,5	87,0
Konsumentenvertrauen	-21,9	-14,9	-15,5	-15,5

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Mai. 20	Aug. 20	Nov. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	75,5	90,0	92,6	90,1
Markit: Verarb. Gewerbe	34,5	51,0	58,2	57,1
Markit: Dienstleistungen	16,2	55,6	49,5	46,7
Auftragseingänge	64,6	94,9	104,3	105,1
GfK-Konsumklima	2,3	-9,4	-1,7	-7,5

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

wirtschaftspolitischen System in Form stark ausgeprägter automatischer Stabilisatoren haben angesichts der Covid-Krise zwar zunächst für Stabilität gesorgt: Die Erfahrung zeigt allerdings, dass der gesamteuropäische Trendpfad in den letzten 30 Jahren nach jeder größeren Krise signifikant gesunken ist: Viele der klassischen Frühindikatoren verwiesen hier - in deutlichem Kontrast zu anderen Industrieländern - bis zuletzt auf eine eher zähe Aufwärtsbewegung. Sie bestätigen unser Bild, dass dem aktuell kräftigen Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität im Euroraum voraussichtlich eine langwierigere weitere Erholung folgen dürfte. Im Ergebnis gehen wir weiterhin davon aus, dass die Wirtschaftsleistung erst im übernächsten Jahr ihr Vorkrisenniveau wieder erreichen kann. Im letzten Jahr lag der gesamtwirtschaftliche Produktionsrückgang bei 7,1 Prozent, für 2021 erwarten wir einen Zuwachs um 4,5 Prozent. Damit wird das Vorkrisenniveau in der Eurozone voraussichtlich erst zum Jahreswechsel 2022/2023 erreicht.

Trotz aller Risiken gehen wir unter der Prämisse der anhaltenden Wirksamkeit der Impfstoffe auch mit Blick auf die jüngsten Mutationen analog zu den IWF-Projektionen davon aus, dass die Weltwirtschaft im Jahre 2020 zwar um rund 3,5 % geschrumpft sein dürfte. Im Jahr 2021 dürfte die globale Wirtschaftsleistung insgesamt mit rund 5,5% wieder deutlich wachsen, so dass die Weltwirtschaft an ihre Expansionsphase anknüpfen kann, die mit Blick auf die ungebrochen hohen Impulse aus Fernost auch in den folgenden Jahren Bestand haben dürfte. Das primäre Risiko für dieses Szenario 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 die diesbezügliche Wahrscheinlichkeit für gering, da es der medizinischen Forschung weltweit ja in Rekordzeit gelang, sich auf eine ganz neue Klasse von Erregern einzustellen. Im Hauptszenario dürfte es der Medizin also gelingen, auch die Mutationen zu entschärfen – dies zeigt auch noch einmal, wie wichtig es ist, durch die zügige globale Verimpfung so rasch wie eben möglich auch die Mutationswahrscheinlichkeit durch eine Verringerung absoluten Fallzahlen wieder zurückzuführen.

**Zinssätze** Die internationalen Zinssätze sind angeführt von den US-Sätzen weiter im Aufwärtstrend: Rund um den Globus wird immer deutlicher, dass der wirtschaftliche Einbruch weltweit glimpflicher ablief als zu befürchten stand und die Perspektiven spürbar besser sind als noch vor Monaten von bzw. an den Märkten erwartet. Vor allem die US-Notenbank war im Verlauf des letzten Jahres nicht müde geworden zu betonen, dass eine akkommodierende Geldpolitik verfolgt werden soll, solange die durchschnittliche Inflationsrate unterhalb der Inflationsziels von 2 % liegt.

Diese Linie setzt sich bislang grosso modo fort, so äußerten sich verschiedene Mitglieder des FOMC der in dem Sinne, dass die Zeit für eine Reduzierung der von der Notenbank verabreichten Stimuli noch nicht gekommen sei. In der Tat ist es noch ein langer Weg bis etwa die Lücken am Arbeitsmarkt wieder stärker gefüllt sind: Die Fed wird weiter abwarten wollen, zumal es ja auch noch eine Vielzahl von rein epidemiologischen Unwägbarkeiten jenseits der im engeren Sinne ökonomischen Risikoabwägung gibt. Wir erwarten daher auch weiterhin, dass die EZB im legitimatorischen Windschatten der US-Notenbank in weitere Runden massiver monetärer Alimentation gezwungen werden wird.

Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik rund um den Globus bleibt das Aufwärtspotential für die Kapitalmarktzinssätze in toto begrenzt. Wir gehen zwar grundsätzlich davon aus, dass der internationale Zinstrend leicht aufwärts gerichtet sein 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 Aufwärtspotential für die 10-jährigen Bundrenditen, mit Blick auf die kontinuierliche Aufhellung der globalen Perspektiven haben wir unsere Jahresprognose auf Renditen um 0,25 % marginal angehoben. Unsere Projektionen für die 10-jährigen US-Treasuries verweisen auf Jahressicht mittlerweile auf Renditen um 1,4% für richtungsweisenden US-Zinssätze, wir passen unsere Projektionen diesbezüglich entsprechend an. Dabei dürfte der weitere Zinsanstieg insbesondere auch eine Funktion der Fortschritte der Verimpfung bzw. der Entwicklung des Wirkungsgrades auch mit Blick auf die potentiellen Virus-Mutationen sein.

**Credit Spreads** Die Corporate Spreads sind – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – zuletzt wieder etwas gesunken, nachdem sie zuvor im Zuge des abermaligen Lockdowns in Europa in den letzten Wochen auf knapp über 50 Basispunkte gestiegen waren. In unserem Hauptszenario erwarten wir aber auch weiterhin, 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** In den vergangenen Wochen hat der Dollar gegenüber dem Euro wieder merklich zulegen können. Getragen wird diese Entwicklung von der sich immer stärker abzeichnenden Erwartung, dass die US-Wirtschaft besser aus der Krise herauskommen wird als die im Euroraum: So verweisen die US-Konjunkturdaten mit rund 5 % auf Wachstumsraten im Rekordbereich, zudem kommt die US-Impfkampagne spürbar zügiger voran als in Europa. Zwar stemmte sich die US-Notenbank auf ihrer jüngsten Sitzung gegen die Markterwartung einer Zinswende, klar ist aber auch, dass die Fed auf jeden Fall eher als die EZB den Fuß vom Gas nehmen dürfte. Im Ergebnis entspricht die Entwicklung fast genau dem Muster, das wir erwartet haben: Die Fed wird allmählich weniger expansiv werden können, während die EZB in immer weitere Runden der monetären Alimentation gezwungen werden wird. Aus unserer Sicht bleiben damit 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 bringt insbesondere detaillierte Preisdaten für die USA mit sich. Die Pandemie hat die unbereinigten US-Verbraucherpreise naturgemäß erheblich gedrückt. So ist die Inflationsrate nach dem Ausbruch der Pandemie von über 2 % auf annähernd null zurückgegangen. Jenseits der kürzerfristigen Effekte auf die „Headline Rates“ (also die unbereinigten Daten) hat der Corona-bedingte Einbruch aber natürlich auch den trägeren, unterliegenden Preistrend massiv abgesenkt - so bei der sog. Kernrate, bei der die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise herausgerechnet werden: Letztere ging im Rahmen der Krise von rund 2,4 % auf zwischenzeitlich nur noch 1,2 % zurück. Wir gehen grundsätzlich davon aus, dass der Preisdruck in den USA relativ zügig weiter zunehmen könnte, darauf verwiesen zuletzt auch die marktimpliziten Erwartungen mit Notierungen von mittlerweile signifikant oberhalb von 2 %. Aber auch wenn man auf die Daten zu den Kernpreisentwicklungen auf den vorgelagerten Preisstufen der Produzentenpreise blickt, muss die Fed schon jetzt genau hinschauen: In unseren quantitativ gestützten Simulationen reicht die Aufwärtsdynamik der Kernpreisdaten der US-Produzentenpreise bereits jetzt über die der Jahre 2017-2018 hinaus. Die Fed wird daher auch genau im Blick behalten wollen, wie sich der US-Arbeitsmarkt weiter entwickelt, da der dortige Angebotsüberschuss das zentrale Gegenargument für eine Rückführung des ultraexpansiven Kurses der US-Notenbank trotz des sich spürbar normalisierenden Inflationsumfeldes ist. Die Daten zu den Neuanträgen für die

Arbeitslosenunterstützung dürften zwar weiter rückläufig sein, die Fed wird aber wohl weiter zuwarten wollen, bis die Belebung am US-Arbeitsmarkt deutlicher ausfällt. Schließlich gehen wir davon aus, dass das Sentiment der US-Konsumenten alsbald spürbar ansteigen sollte – zu deutlich sind die Vorboten einer dynamischen Erholung nicht nur in den USA sondern auch weltweit.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert	
<b>Montag, 8. Februar</b>				
GE	Industrieproduktion	Dezember	0,1% M/M / -1,1% J/J	0,9% / -2,6%
<b>Dienstag, 9. Februar</b>				
CH	Geldmenge M2	Januar	10% J/J	10,1%
IT	Industrieproduktion	Dezember	0,6% M/M	-1,4% / -1,22%
GE	Handelsbilanz	Dezember		16,7 Mrd. EUR
GE	Leistungsbilanz	Dezember		21,3 Mrd. EUR
GE	Exporte	Dezember	-2,0% M/M	2,3% M/M
GE	Importe	Dezember		5,4% M/M
<b>Mittwoch, 10. Februar</b>				
CH	Konsumentenpreise	Januar	% M/M / -0,1% J/J	0,7% / 0,2%
CH	Erzeugerpreise	Januar	% M/M / 0,3% J/J	1,1% / -0,4%
FR	Industrieproduktion	Dezember	0% M/M	-0,9% / -4,6%
GE	Verbraucherpreisindex	Februar	0,8% M/M / 1% J/J	0,8% / 1%
US	Großhandelslagerbestände	Januar	0,1%	0,1%
US	<b>Verbraucherpreisindex</b>	<b>Januar</b>	<b>0,4% M/M / 1,5% J/J</b>	<b>0,4% / 1,4%</b>
US	<b>CPI Kernrate</b>	<b>Januar</b>	<b>0,2% M/M / 1,5% J/J /</b>	<b>0,1% / 1,6%</b>
<b>Donnerstag, 11. Februar</b>				
GE	Großhandelspreise	Januar		0,6% / -1,2%
US	<b>Initial Jobless Claims</b>	<b>Woche zum 06.02.2021</b>		<b>779 Tsd.</b>
<b>Freitag, 12. Februar</b>				
EC	Industrieproduktion	Dezember	-0,9% M/M / 1% J/J	2,5% / -0,6%
US	<b>Verbrauchervertrauensindex der Uni Michiga</b>	<b>Februar</b>	<b>80,5</b>	<b>79,0</b>

**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.