

| Aktuelle Marktentwicklung | | ggü. Vw. |
|---------------------------|--------|----------|
| S&P Future | 3919 | 75,00 |
| 10Y US T-Notes | 1,3 | 0,10 |
| Nikkei | 30018 | 498 |
| Hang Seng | 30645 | 606 |
| Öl (Brent-Future) | 63,0 | 0,25 |
| Gold-Future | 1768 | -58,00 |
| EUR / USD | 1,214 | 0,00 |
| EUR / GBP | 0,867 | -0,01 |
| EUR / JPY | 127,87 | 0,71 |

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Zinssätze

| | Aktuell | Mai. 21 | Aug. 21 | Nov. 21 | Mrz. 22 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Fed Funds | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| 3M-USD-Libor | 0,18 | 0,34 | 0,24 | 0,05 | -0,10 |
| 2J Treasuries | 0,11 | 0,75 | 1,06 | 0,87 | 0,67 |
| 5J Treasuries | 0,56 | 0,91 | 1,28 | 1,12 | 0,96 |
| 10J Treasuries | 1,30 | 1,26 | 1,70 | 1,60 | 1,49 |
| 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 | -0,69 | -0,31 | -0,02 | -0,23 | -0,45 |
| 5J Bundesanleihen | -0,62 | -0,28 | 0,05 | -0,17 | -0,38 |
| 10J Bundesanleihen | -0,33 | -0,12 | 0,19 | -0,19 | -0,20 |

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

Prognosen: Devisenmärkte

| | Aktuell | Mai. 21 | Aug. 21 | Nov. 21 | Mrz. 22 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| USD | 1,21 | 1,22 | 1,19 | 1,17 | 1,15 |
| CHF | 1,09 | 1,09 | 1,07 | 1,06 | 1,05 |
| GBP | 0,87 | 0,91 | 0,90 | 0,90 | 0,89 |
| NOK | 10,22 | 10,50 | 10,40 | 10,20 | 9,80 |
| SEK | 10,04 | 10,20 | 10,10 | 10,00 | 9,90 |
| AUD | 1,55 | 1,58 | 1,55 | 1,52 | 1,49 |
| NZD | 1,67 | 1,69 | 1,68 | 1,65 | 1,62 |
| CAD | 1,53 | 1,58 | 1,55 | 1,52 | 1,49 |
| JPY | 128 | 132 | 131 | 133 | 131 |
| Renminbi | 7,84 | 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 globalen Perspektiven bleiben aufwärts gerichtet – das lässt sich auch an der Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte derzeit klar ablesen: Vor allem die US-Indices - aber auch etwa der MSCI-World insgesamt - verweisen klar wie selten darauf, dass die Kapitalmärkte die Pandemie bereits weitestgehend ad acta gelegt haben. Sowohl die Projektionen des IWF als auch die der Weltbank stützen dieses Bild aus der fundamentalen bzw. makroökonomischen Perspektive: Die Weltwirtschaft insgesamt wird voraussichtlich bereits ab dem Sommer 2021 ihr Ausgangsniveau vom Jahresende 2019 wieder erreicht haben und ihren Expansionspfad dann fortsetzen können – gestützt von einer in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte wohl beispiellos großzügig dimensionierten monetären Flankierung. Jenseits dieser aggregierten Betrachtungen ist allerdings m.E. auch zu konstatieren, dass sich die Entwicklung zumindest in den kommenden beiden Jahren weltweit erheblich stärker differenzieren dürfte: Die Länder, die der Pandemie entschieden entgegnet sind, werden weniger unter den langfristigen Folgen zu leiden haben, als diejenigen, wo sich die Stagnation weiter hinzieht. Holen die Unternehmen die Investitionen nicht nach, bleibt der Kapitalstock auf Dauer geringer. Dieser Effekt würde noch größer, falls in einem schwachen konjunkturellen Umfeld und einem zähen Verlauf der Pandemieeindämmung vielfach Unternehmen Insolvenz anmelden müssen, so dass die diesbezüglichen Produktionskapazitäten dadurch vernichtet würden. Insgesamt kommt es also darauf an, so schnell es eben geht wieder zur wirtschaftlichen Normalität zurückzukehren, so dass sich die gesamtwirtschaftlichen Lähmungs-Effekte nicht verhärten. Gerade in Europa müsste die Politik etwa in Form der EU-Kommission also eigentlich alles daran setzen, um die Verimpfung der Bevölkerung mit aller Macht und Entschiedenheit weiter voranzutreiben.

Mit Blick auf die Entwicklung in den maßgeblichen Industrienationen haben sich derweil vor allem in den USA die Perspektiven weiter aufgehellt: Nachdem der US-Kongress bereits im Dezember 2020 ein Fiskalpaket im Volumen von über 900 Mrd. US-Dollar beschlossen hatte, ist die US-Administration derweil im Begriff, weitere signifikante Maßnahmen auf den Weg zu bringen: Insgesamt dürfte mit Blick auf bzw. im Saldo der politischen Kräfteverhältnisse fast eine Billion US-Dollar an Fiskalhilfen auf den Wege gebracht werden können – genau zur rechten Zeit, um die US-Wirtschaft die Krise rasch überwinden zu lassen. Darüber hinaus haben die Daten des Jahresschlussquartals die hohe Zuversicht im Lager der US-Unternehmen eindrucksvoll bestätigt: So brachten die jüngsten Zahlen zum BIP in vielen Bereichen und Segmenten der Ausrüstungs-

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

vestitionen vom Niveau her den Sprung über das Vorkrisenniveau: Corporate America sah und sieht die Pandemie als temporäre Belastung, der man vor allem mit Investitionen in Technologie begegnen kann!

Auch in Europa waren die Zahlen zum BIP insgesamt doch eine positive Überraschung: Der Rückgang gegenüber dem Vorquartal war mit 0,7 % weniger ausgeprägt als zuvor befürchtet worden war. Aufgrund der Corona-bedingten Restriktionen dürfte das erste Quartal zwar erneut schwierig werden. Sinkende Fallzahlen dürften im Laufe der nächsten Wochen in zahlreichen Ländern zu Lockerungen führen. Diese sollten in Kombination mit einer sukzessive günstigeren Witterung zu einer spürbaren wirtschaftlichen Belebung im Sommerhalbjahr führen. Allerdings bestehen weiterhin erhebliche Risiken, vor allem mit Blick auf den weiter schleppenden Impfverlauf. In der Summe verweisen die Daten bzw. Frühindikatoren für Europa m.E. aber weiterhin darauf, 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.

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 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.

Obige Linie der US-Notenbanker spiegelt sich auch im Protokoll der jüngsten FOMC-Sitzung wider: Die US-Währungshüter sind zwar grundsätzlich optimistisch was den weiteren Konjunkturverlauf anbelangt - etwa mit Referenz auf die extrem starken Zuwächse bei den Einzelhandelsumsätzen zu Jahresbeginn. Die Mitglieder des FOMC sehen hierin aber vollkommen zu Recht auch den Einfluss der umfangreichen staatlichen

Transfer-Maßnahmen zur Stützung der privaten verfügbaren Einkommen. Insgesamt betonten die Mitglieder, dass eine in hohem Grade expansive Ausrichtung der Geldpolitik weiterhin absolut zwingend sei. Vor diesem Hintergrund sollten daher insbesondere die Anleihekäufe fortgesetzt werden, bis die Wirtschaft sich auch wirklich nachhaltig stabilisiert habe. Wir gehen auch weiterhin davon aus, dass die EZB im legitimatorischen Windschatten der US-Notenbank in weitere Runden massiver monetärer Alimentation gezwungen werden wird. Dabei dürfte auch sie das - temporäre - Überschießen der Inflation in einigen Ländern der Währungsunion ggf. tolerieren.

Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik rund um den Globus bleibt das Aufwärtspotential für die Kapitalmarktzinssätze in toto noch relativ 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 - 0,2 % abermals leicht angehoben. Unsere Projektionen für die 10-jährigen US-Treasuries verweisen auf Jahressicht mittlerweile auf Renditen um 1,4% für die 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 – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europa – haben sich zuletzt knapp unterhalb der Marke von 50 Basispunkten seitwärts bewegt. 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 zunächst 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 wird in den USA vor allem mit Blick auf die Auftragseingänge langlebiger Wirtschaftsgüter interessant: Wie oben berichtet, haben sich die US-Investitionen erstaunlich stark entwickelt – in den technologiegetriebenen Sektoren wurden die Vorkrisenniveaus mitunter deutlich überschritten – also noch vor der Wirtschaft insgesamt. Wir gehen davon aus, dass der sehr starke Aufwärtstrend bei den Ausrüstungsinvestitionen erhalten bleibt, vor allem im Bereich der Hochtechnologie. Wichtig für den weiteren Verlauf der Konjunktur ist insbesondere aber auch die Entwicklung der Zuversicht der US-Verbraucher: Bislang hat sich diese nur zaghafte erholt – es steht m.E. aber klar zu erwarten, dass sich das Sentiment durchgreifend erholen wird. Mit Blick auf die Erholung der Vermögenspreise (Aktienmärkte und Immobilienpreise) gehe ich durchaus davon aus, dass die Wende beim Sentiment bereits im ersten Quartal erfolgen kann. Die Daten zu den bereinigten Einzelhandelsdaten haben ja bereits darauf verwiesen, dass sich der aufgestaute Nachholbedarf nunmehr entlädt. Die jüngsten Schätzungen für das US-BIP im Jahresschlussquartal 2020 sollten kaum noch von den bisherigen Projektionen abweichen, zum Wochenausklang stehen dann das Verbrauchervertrauen der Uni-Michigan und der Einkaufsmanagerindex der Region Chicago im Fokus. In Europa sind naturgemäß die Ifo-Daten von besonderer Bedeutung, vor allem aber der belgische Frühindikator ist von großer Aussagekraft, da er hervorragende Vorlaufeigenschaften für die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone aufweist. Sollte es bei den aktuellen Indikationen bleiben, wäre dies ein enormes Schwächesignal – in der Eurozone fehlt es an wirtschaftlicher Dynamik und das dürfte sich auch bis weit in das zweite Quartal nicht ändern. Dieses Bild dürfte auch von der ganzen Batterie an gesamteuropäischen Frühindikatoren, die am kommenden Donnerstag veröffentlicht werden, bestätigt werden.

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

| | Zeitraum | Schätzung | letzter Wert |
|--|----------------------|---------------------|--------------------|
| Montag, 22. Februar | | | |
| GE ifo Geschäftsklimaindex (Lage / Erwartung) | Februar | 89,7 (/) | 90,1 (89,2 / 91,1) |
| BE Geschäftsklimaindex | Februar | | -7,5 |
| US Index der Frühindikatoren | Januar | 0,3% | 0,3% |
| Dienstag, 23. Februar | | | |
| IT Auftragseingänge Industrie | Dezember | | -1,3% / 5,3% |
| EC Verbraucherpreisindex (Kernrate) | Februar | | 0,2% / 0,9% (1,4%) |
| US Verbrauchervertrauensindex des Conf. Board | Februar | 90,0 | 89,3 |
| Mittwoch, 24. Februar | | | |
| FR Geschäftsklimaindex | Februar | | 98,2 |
| GE BIP | 4. Quartal | 0,1% Q/Q / % J/J | 0,1% / -3,9% |
| US Verkäufe neuer Häuser | Januar | 858,5 Tsd. | 842 Tsd. |
| Donnerstag, 25. Februar | | | |
| IT Geschäftsklimaindex | Februar | | 95,1 |
| FR Verbrauchervertrauensindex | Februar | | 92 |
| IT Verbrauchervertrauensindex | Februar | | 100,7 |
| EC Verbrauchervertrauensindex | März | | -15 |
| EC Industrievertrauensindex | Februar | | -6 |
| EC Wirtschaftsvertrauensindex | Februar | | 91,5 |
| EC Dienstleistungsvertrauensindex | Februar | | -18 |
| EC M3-Geldmengenwachstum | Januar | | 12,3% / 11,3% |
| US Initial Jobless Claims | Woche zum 20.02.2021 | | 861 Tsd. |
| US Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter | Januar | 1,3% | 0,5% |
| US - ex Transportation | Januar | 0,6% | 1,1% |
| US US-BIP | 4. Quartal | 4,1% | 4,0% |
| US Privater Konsum | 4. Quartal | | 2,5% |
| US BIP-Deflator | 4. Quartal | 2,0% | 2,0% |
| Freitag, 26. Februar | | | |
| FR Erzeugerpreisindex | Januar | | 0,8% / -1,2% |
| GE Importpreisindex | Januar | | 0,6% / -3,4% |
| FR BIP | 4. Quartal | | -1,3% / -5% |
| US Großhandelslagerbestände | Januar | | 0,3% |
| US Persönliche Einkommen | Januar | 10,0% | 0,6% |
| US Persönliche Ausgaben | Januar | 0,7% | -0,2% |
| US Verbrauchervertrauensindex der Uni Michigan | März | 76,2 | 76,2 |
| US Chicago Einkaufsmanagerindex | Februar | 61,0 | 63,8 |
| US PCE Deflator | Januar | | 1,3% |
| US PCE Deflator Kernrate | Januar | 0,1% M/M / 1,4% J/J | 0,3% / 1,6% |

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.