

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	3927	15,00
10Y US T-Notes	1,6	0,03
Nikkei	29718	854
Hang Seng	28740	-359
Öl (Brent-Future)	69,5	-0,19
Gold-Future	1703	4,30
EUR / USD	1,193	0,00
EUR / GBP	0,858	0,00
EUR / JPY	129,97	0,99

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jun. 21	Sep. 21	Dez. 21	Mrz. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-USD-Libor	0,18	0,21	0,24	0,27	0,30
2J Treasuries	0,15	0,31	0,50	0,48	0,46
5J Treasuries	0,83	0,77	0,90	0,88	0,86
10J Treasuries	1,59	1,61	1,62	1,61	1,60
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	-0,82	-0,61	-0,59	-0,58
5J Bundesanleihen	-0,62	-0,63	-0,46	-0,46	-0,47
10J Bundesanleihen	-0,32	-0,21	-0,18	-0,21	-0,23

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jun. 21	Sep. 21	Dez. 21	Mrz. 22
USD	1,19	1,22	1,19	1,17	1,15
CHF	1,11	1,09	1,07	1,06	1,05
GBP	0,86	0,91	0,90	0,90	0,89
NOK	10,09	10,50	10,40	10,20	9,80
SEK	10,15	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,54	1,58	1,55	1,52	1,49
NZD	1,66	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,50	1,58	1,55	1,52	1,49
JPY	130	132	131	133	131
Renminbi	7,76	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** Rund um den Globus werden die Schätzungen für das Wachstum der Weltwirtschaft weiter angehoben – zuletzt auch von der OECD: Die Organisation der Industrieländer zeigt sich mit Blick auf die globale Konjunktur nunmehr deutlich optimistischer als noch im Dezember des letzten Jahres und stufte ihre Einschätzung signifikant herauf: Die Weltwirtschaftsleistung werde in diesem Jahr um 5,6 % wachsen. Zuvor hatten die Ökonomen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung mit einem Plus von 4,2 % gerechnet. Angetrieben wird die Aufhellung der Perspektiven derzeit vor allem durch die gute Entwicklung in den USA: Bei ohnehin guter Grundkonstitution der US-Wirtschaft kommen hier derzeit mehrere Faktoren zusammen. Zum einen kommen die Vereinigten Staaten bei den Impfungen gut voran – mehr und mehr normalisiert sich zudem auch die Lage am US-Arbeitsmarkt, hier sind mittlerweile fast Zwei-Drittel der Arbeitsplatzverluste wieder wettgemacht. Vor diesem Hintergrund hellen sich die Perspektiven für den privaten Konsum sukzessive auf – dies geht insbesondere auch auf den Umstand zurück, dass die Vermögensposition zumindest im Aggregat ohnehin auf eine bereits zu hohe Sparquote in der Gesamtwirtschaft verwies. Letztere war im Zuge der Konsumzurückhaltung aufgrund der Pandemie noch einmal sprunghaft angestiegen, so dass sich nunmehr ein erheblicher Nachholbedarf entladen könnte.

Über die bislang sehr robuste wirtschaftliche Konstitution hinaus entfalten schließlich vor allem die US-Fiskalpakete enorme konjunkturelle Schubkraft: So hat das im Dezember beschlossene, 900 Mrd. Dollar schwere Hilfsprogramm der Wirtschaft neue Impulse verliehen. Beispielsweise wurden im Januar die Einmalzahlungen von 600 Dollar überwiesen und die Arbeitslosenhilfe erhöht. Entsprechend konnten die Verbraucher im Januar deutlich mehr ausgegeben. Gleichzeitig hat Corporate-America der Pandemie getrotzt und weiter kräftig investiert. Die Wirtschaft wird schließlich auch weiterhin fiskalisch enorm gestützt, so hat auch das Repräsentantenhaus dem "American Rescue Plan" jüngst zugestimmt. Das jüngste Corona-Hilfspaket hat einen Umfang von 1,9 Billionen Dollar.

Um die US-Wirtschaft braucht man sich also derzeit offenkundig keine Sorgen zu machen – im Gegenteil nahmen zuletzt die Befürchtungen vor einem zu starken Anziehen der US-Inflation spürbar zu. In der Tat verweisen die marktimpliziten Inflationserwartungen bereits seit dem Jahresende 2020 darauf, dass die Fed das Ziel der Stabilisierung der Inflationserwartungen gemäß dem gesetzlichen Auftrag bei 2 % bereits erreichen konnte. Die steigenden Inflationserwartungen dürften auch das Gros des nominellen Zinsanstiegs



**Prognosen: Wachstum (BIP)**

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

Markt: Verarb. Gewerbe	39,4	51,7	53,8	57,9
Markt: Dienstleistungen	30,5	50,5	41,7	45,7
EU-Geschäftsklima	-2,4	-1,4	-0,6	-0,1
Insee-Geschäftsklima	53,9	88,0	84,0	85,4
Konsumentenvertrauen	-18,9	-14,6	-17,6	-14,8

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Jun. 20	Sep. 20	Dez. 20	letzter
Ifo-Geschäftsklimaindex	80,5	92,0	91,0	92,4
Markt: Verarb. Gewerbe	36,6	52,2	57,8	60,7
Markt: Dienstleistungen	32,6	52,5	46,0	45,7
Auftragseingänge	71,3	100,0	107,1	106,2
GFK-Konsumklima	-23,1	-0,2	-3,2	-15,5

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK AG

bewirkt haben: So zogen die 10-jährigen Treasuries auf annähernd 1,6 % an, fast eine Verdopplung seit der Jahreswende: Vielfach wird nunmehr befürchtet, dass die Fed nunmehr deutlich früher in das „Tapering“ einsteigen muss, so dass mit Blick auf die große Tragweite der US-Geldpolitik die monetäre Unterstützung für die Weltwirtschaft insgesamt deutlich schwächer ausfallen könnte. Wird die US-Inflation also zur Gefahr für die globale Erholung?

Nach meiner Einschätzung bleiben die Inflationsgefahren - zumindest bislang - selbst in den USA eher begrenzt: Zunächst bleiben die Kapazitätsüberhänge am US-Arbeitsmarkt für den unterliegenden Kernpreistrend die mit Abstand wichtigste Determinante. In der Simulation erreicht die von der Fed am stärksten betrachtete Veränderungsrate des Kernpreisindex für persönliche Ausgaben die Marke von 2 % voraussichtlich erst zum Sommer des kommenden Jahres. Zu beachten ist hier, dass die globale Auslastung im Aggregat weit unterdurchschnittlich bleibt – kurzfristig überwiegen die coronabedingt preisdämpfenden Effekte. Jenseits der Kapazitätseffekte sind die bislang aufgestauten Preisimpulse noch nicht so nachhaltig, dass sie über das Maß temporärer Impulse hauptsächlich in Form von Basiseffekten hinausgehen. Da die Inflation aber ein dynamisches Phänomen ist, das also eine dauerhafte Aufwärtsdynamik des Preisniveau voraussetzt, dürften die Inflationsraten dann perspektivisch auch wieder abklingen: Eine dauerhafte Belebung der Inflation ist aus der zyklischen, also kürzerfristigen Sicht zumindest bislang nicht erkennbar.

Deutlich schwerer einschätzbar ist hingegen die Frage, ob es durch die Corona-Pandemie zu einer Veränderung des generellen Inflationsumfeldes gekommen ist oder noch kommt: Im Kern besteht hier die Befürchtung, dass angebotsseitige Veränderungen – ggf. flankiert von einer generellen Einschränkung des freien „Marktes“ im Zuge einer Neubewertung auch der Rolle des Staates – schnell wieder das „Gespenst“ der Inflation generieren könnten. Grundsätzlich gilt hier, dass die schnelle Überwindung der Krise die Wahrscheinlichkeit für ein abruptes Ende des so günstigen Inflationsregimes weltweit recht gering erscheinen läßt. Vor allen die schnelle und auch nachhaltige Erholung der internationalen Handelsvolumina verweist diesbezüglich nicht auf einen Strukturbruch durch die Pandemie. Die weitere Entwicklung scheint hier mittel- bis längerfristig daher vor allem auch vom internationalen Handelsregime abzuhängen, und hier haben sich die Dinge mit der US-Wahl zuletzt ja eher in Richtung des multilateral-regelgebunden Freihandels entwickelt. Nicht vergessen werden sollte schließlich, dass der Preisdruck weltweit gesehen noch extrem schwach ausgeprägt ist, eine boomende US-Konjunktur also auch Preisstabilität im-

portieren kann. So überwiegt m.E. auch in der längerfristigen Erwägung die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die inflationsbegrenzenden Effekte die Oberhand behalten werden. Von der Seite der Notenbanken dürfte der globale Aufschwung also weiter unterstützt werden können, gleichwohl wird die Fed die weitere Preisentwicklung natürlich mit Argusaugen betrachten.

Wir gehen vor diesem Hintergrund auch weiterhin davon aus, dass sich der globale Aufschwung dank der Verimpfung fortsetzen kann. China und die USA entwickeln sich weiter dynamisch, die dämpfenden Effekte der Pandemie in Europa sind jedoch noch erheblich: Im Euroraum haben die abermaligen Corona-Beschränkungen die Wirtschaft im Winterhalbjahr abermals stark belastet. Vor dem Hintergrund der immer besseren Perspektiven weltweit dürfte dann ab dem zweiten Quartal 2021 eine deutlichere Erholung einsetzen, die Eurozone bleibt aber die mit Abstand schwächste Region innerhalb der Gruppe der großen drei Wirtschaftsblöcke. In der Summe halten wir die vom IWF und nunmehr auch von der OECD vorgelegten Schätzungen für absolut realistisch, für das laufende Jahr könnte das globale Wachstum – mit knapp 6 % - sogar durchaus noch oberhalb der Institutsschätzungen liegen.

**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. Mit Blick auf die Diskussion um die anziehenden Inflationserwartungen gehen wir davon aus, dass die Fed sich b.a.W. eher bedeckt halten wird: Zum einen ist das absolute Zinsniveau mit 1,6 % im historischen Längsschnitt noch relativ niedrig, zum anderen sind die internationalen Perspektiven ja immer noch mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Wie oben bereits ausgeführt, dürfte das Gros der Preiseffekte temporärer Natur sein, preisdämpfende Effekte sind auch aufgrund der Dollaraufwertung zu erwarten – sie bilden die Verbindung zum international immer noch extrem verhaltenen Inflationsverlauf: Vor allem Europa hat ja immer noch eher ein Deflations- als ein Inflationsproblem!

Auf ihrer jüngsten Ratssitzung beschloss die EZB, ihre PEPP-Anleihekäufe zu erhöhen, den Gesamtumfang dieses Programms aber bei 1.850 Mrd. Euro zu belassen. Auch behält sie sich weiterhin vor, den Pepp-Rahmen entweder nicht voll auszuschöpfen oder aber auch zu erhöhen. Damit reagierte die Bank auf den Anstieg der (risikolosen) Zinssätze (auf Minus 0,2 %!), um einer möglichen „Verschärfung der Finanzierungsbedingungen“ zu begegnen. Auch in Europa sind die Inflationserwartungen zuletzt zwar deutlich gestiegen – der strukturelle Abwärtstrend bleibt davon m.E. aber unberührt. Insofern hat die EZB ein systematisches Problem, das sie letztlich aus eigener Kraft kaum lösen kann – dafür wären marktorientierte Strukturreformen notwendig. Auch der Ausbau der Fiskalkapazitäten auf EU-Ebene bleibt extrem problematisch. So merkte etwa auch der deutsche Bundesrechnungshof an, dass „der Wiederaufbaufonds die Europäische Union als Rechts- und Solidargemeinschaft schwächen und die Stabilität der Wirtschafts- und Währungsunion gefährden könnte. Denn mit den vergemeinschafteten Schulden sind erhebliche Haftungsrisiken für die Mitgliedstaaten verbunden. Zudem könnte der Wiederaufbaufonds als Präzedenzfall betrachtet werden, auch Kosten künftiger Krisen auf EU-Ebene zu verlagern. Damit wären Fehlanreize verbunden. Die Bundesregierung sollte daher sicherstellen, dass die gemeinschaftliche Kreditaufnahme unter Umgehung der Fiskalregeln nicht zu einer Dauereinrichtung wird“. Die weitere fiskalische Integration dürfte daher - vollkommen zu Recht - auf erhebliche politische Widerstände treffen – der mit der Währungsunion bereits vergemeinschafteten Geldpolitik dürfte daher auch weiterhin die Aufgabe zukommen, die strukturschwachen Länder der Währungsunion über Wasser zu halten. Wir gehen daher auch weiterhin davon aus, 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 vor allem in Europa noch eng 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 % zuletzt marginal leicht angehoben. Unsere Projektionen für die 10-jährigen US-Treasuries verweisen auf Jahressicht mittlerweile auf Renditen um 1,6 %

für die richtungsweisenden US-Zinssätze, wir passen unsere Projektionen diesbezüglich abermals entsprechend nach oben an.

### 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 Jahres-sicht 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 weiter signifikant zulegen können – die US-Devisen setzte damit den seit Jahresbeginn etablierten Aufwärtstrend fort. Diese Entwicklung dürfte sich fortsetzen, da der Dollar vom sich abzeichnenden Post-Corona-Boom in den USA weiter profitieren dürfte. Wie oben beschrieben, ist ein Ende der extrem akkomodierenden Geldpolitik in Europa nicht (mehr) in Sicht, insbesondere auch weil es offenkundig weiterhin erhebliche hausgemachte organisatorische Probleme mit der Verimpfung gibt. Getragen wird die Dollaraufwertung damit von der sich immer stärker materialisierenden Erwartung, dass die US-Wirtschaft besser und vor allem auch wesentlich schneller aus der Krise herauskommen wird als die des Euroraums. 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 Jahres-sicht 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 Kommunikation des FOMC interessant – obgleich wir wie ausgeführt keinen grundsätzlichen Kurswechsel erwarten. Bei den Konjunkturdaten stehen die regionalen Einkaufsmanagerindices für die Industrie in New York und Philadelphia im Fokus, das besondere Augenmerk dürfte aber auf der Entwicklung der Einzelhandelsdaten liegen: So verzeichnete der Einzelhandel im Januar bei seinen Umsätzen einen enormen Anstieg, getragen vom aufgestauten Nachholbedarf der US-Haushalte. Die zu erwartende Gegenbewegung wird nunmehr genaueren Aufschluss über die wahre Stärke des unterliegenden Aufwärtstrends liefern. Genaues Augenmerk sollte auch auf den US-Importpreisen liegen. Wie beschrieben, blieb der US-Preisdruck von der Importseite bis zuletzt begrenzt, auch aufgrund des starken Dollars. In Europa stehen schließlich die ZEW-Daten an. Mit Blick auf die gute internationale Entwicklung und die steigenden Chancen für Lockerungen beim Lockdown dürften hier sowohl die Lageeinschätzung als auch die Konjunkturerwartungen leicht ansteigen. Gleiches gilt für die Zeitreihe für Deutschland, getragen hier insbesondere auch von der Aufhellung der Exportperspektiven im Rahmen der Aufwertung des US-Dollars bzw. der Abwertung des Euro.

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

	Zeitraum	Schätzung	letzter Wert
<b>Montag, 15. März</b>			
GE	Großhandelspreise	Februar	2,1% / 0%
US	<b>Empire Manufacturing Index</b>	<b>März</b>	<b>14,0</b>
US	Nettowertpapierabsatz im Ausland	Januar	120,96 Mrd. USD
<b>Dienstag, 16. März</b>			
GE	<b>ZEW Konjunkturumfrage (Lage / Erwartung)</b>	<b>März</b>	<b>-62 / 75</b>
EC	<b>ZEW Konjunkturumfrage (Erwartung)</b>	<b>März</b>	<b>-67,2 / 71,2</b>
FR	Verbraucherpreisindex	März	<b>69,6</b>
		% M/M / 0,4% J/J	-0,1% / 0,4%
US	Industrieproduktion	Februar	0,6%
US	Kapazitätsauslastung	Februar	0,9%
US	Lagerbestände	Februar	75,4%
US	Lagerbestände	Januar	75,6%
US	Lagerbestände	Januar	0,3%
US	<b>Einzelhandelsumsätze</b>	<b>Februar</b>	<b>-0,3%</b>
US	<b>- ex Autos</b>	<b>Februar</b>	<b>5,3%</b>
US	<b>Importpreisindex</b>	<b>Februar</b>	<b>0,2%</b>
US	<b>Importpreisindex</b>	<b>Februar</b>	<b>1,1% M/M</b>
US	NAHB Housing Market Index	März	<b>1,4% / 0,9%</b>
		84	84
<b>Mittwoch, 17. März</b>			
EC	<b>Verbraucherpreisindex (Kernrate)</b>	<b>März</b>	<b>0,2% M/M / 0,9% J/J (1,1%)</b>
US	Baubeginne	Februar	<b>0,2% / 0,9% (1,1%)</b>
US	Baugenehmigungen	Februar	1570 Tsd.
US	Baugenehmigungen	Februar	1723 Tsd.
US	<b>FOMC Zinsentscheidung</b>		1886 Tsd.
			<b>0,25%</b>
			<b>0,25%</b>
<b>Donnerstag, 18. März</b>			
IT	Handelsbilanz	Januar	6844 Mio. EUR
EC	Handelsbilanz	Januar	29221,5 Mio. EUR
US	<b>Initial Jobless Claims</b>	<b>Woche zum 13.03.2021</b>	<b>712 Tsd.</b>
US	<b>Index der Frühindikatoren</b>	<b>Februar</b>	<b>0,3%</b>
US	<b>Philadelphia Fed Index</b>	<b>März</b>	<b>0,5%</b>
			<b>24,0</b>
			<b>23,1</b>
<b>Freitag, 19. März</b>			
GE	Erzeugerpreise	Februar	1,4% / 0,9%

**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.