

**Prognosen: Wachstum (BIP)**

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Prognosen: Preise (CPI)**

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Europa**

	Jul. 20	Okt. 20	Jan. 21	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	47,4	53,7	55,2	62,5
Markit: Dienstleistungen	48,3	48,0	46,4	49,6
EU-Geschäftsklima	-2,3	-1,2	-0,4	0,3
Insee-Geschäftsklima	67,5	92,4	85,9	92,1
Konsumentenvertrauen	-14,6	-13,6	-13,8	-10,8

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Jul. 20	Okt. 20	Jan. 21	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	86,3	92,9	92,2	96,6
Markit: Verarb. Gewerbe	45,2	56,4	58,3	66,6
Markit: Dienstleistungen	47,3	50,6	47,0	51,5
Auftragseingänge	90,9	101,5	105,8	107,9
GfK-Konsumklima	-18,6	-1,8	-6,8	-12,7

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**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 mitunter spürbar steigender Infektionszahlen in vielen Regionen der Welt ist die Weltwirtschaft derzeit gut erkennbar im Begriff, ihr „Formgedächtnis“ wiederzufinden – also mehr und mehr wieder Tritt zu fassen: So stufte der Internationale Währungsfonds nunmehr bereits zum zweiten Mal in Folge die Prognosen herauf. In den Industrieländern ist dem IWF zufolge ein Ende der Corona-Krise in Sicht - zumindest aus wirtschaftlicher Sicht. Dank Impfungen und Konjunkturpaketen dürfte die Weltwirtschaft gemäß der Fonds-Projektionen in diesem Jahr um sechs Prozent wachsen. Das sind 0,5 Prozentpunkte mehr als noch zu Jahresbeginn projiziert.

Wir sind für das laufende Jahr mit einem globalen Wachstumsplus von 6,5 % sogar noch etwas optimistischer als der IWF, insbesondere auch weil die Fondsprognosen noch von einem Wachstumsplus in den USA von 6,4 % ausgehen. Derzeit verweisen die Daten m.E. aber eher auf Zuwachsraten um 7 %. Neben der hohen gesamtwirtschaftlichen Flexibilität ist der wesentliche Grund für das exorbitant hohe US-Wachstum das jüngst beschlossene Corona-Hilfspaket im Volumen von rund 1,9 Billionen US-Dollar. Dieser Rahmen entspricht fast zehn Prozent der jährlichen US-Wirtschaftsleistung. Zusätzlichen Auftrieb erhält die Konjunktur von dem Mitte März 2021 projektierten „American Rescue Plan“-Act, der 1,8 Billionen US-Dollar oder rund 8½% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt umfasst. Aber auch die zügig voranschreitende Impfkampagne in den USA trägt zu der Entwicklung bei. Im Ergebnis befinden sich fast alle maßgeblichen Frühindikatoren mit größeren Vorläufen mittlerweile im Boom-Bereich, während zuletzt auch das Verbrauchervertrauen fast schon sprunghaft zulegen konnte. Damit wird auch der mit Abstand gewichtigste Sektor der US-Volkswirtschaft – der private US-Konsum – mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit erheblich an Fahrt aufnehmen – getragen von aufgestauten Ersparnissen, staatlichen Transferleistungen und der Zuversicht, die sich aus den zusehends dynamisch aufhellenden Perspektiven am Arbeitsmarkt ergibt.

Im Euroraum ist der weitere Verlauf des Wachstumspfades demgegenüber noch mit größeren Unsicherheiten behaftet, die Aufschwungsbewegung zeigt sich grundsätzlich fragiler: Die Corona-Pandemie verstärkt grundsätzlich die Zentrifugalkräfte in der EU, da sie die Länder der Eurozone so asymmetrisch trifft: Zu den größten Einbrüchen kam und kommt es in Mitgliedstaaten, in denen zum einen der Tourismus einen großen Anteil an der Wertschöpfung ausmacht und zum anderen Eindämmungsmaßnahmen im Jahresverlauf besonders strikt ausgestaltet werden mussten. Während der industrialisierte Norden möglicherweise



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	4162	52,00
10Y US T-Notes	1,6	-0,09
Nikkei	29683	-85
Hang Seng	28970	271
Öl (Brent-Future)	67,1	4,09
Gold-Future	1783	38,80
EUR / USD	1,199	0,01
EUR / GBP	0,869	0,00
EUR / JPY	130,43	-0,08

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jul. 21	Okt. 21	Jan. 22	Apr. 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	0,16	0,46	0,58	0,63	0,68
5J Treasuries	0,83	0,92	0,98	1,03	1,08
10J Treasuries	1,59	1,76	1,70	1,76	1,82
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	-0,86	-0,71	-0,65	-0,59
5J Bundesanleihen	-0,62	-0,66	-0,55	-0,51	-0,46
10J Bundesanleihen	-0,28	-0,22	-0,25	-0,21	-0,21

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jul. 21	Okt. 21	Jan. 22	Apr. 22
USD	1,20	1,22	1,19	1,17	1,15
CHF	1,11	1,09	1,07	1,06	1,05
GBP	0,87	0,91	0,90	0,90	0,89
NOK	10,03	10,50	10,40	10,20	9,80
SEK	10,12	10,20	10,10	10,00	9,90
AUD	1,54	1,58	1,55	1,52	1,49
NZD	1,67	1,69	1,68	1,65	1,62
CAD	1,50	1,56	1,53	1,50	1,46
JPY	130	132	131	133	131
Renminbi	7,81	8,08	7,91	7,84	7,82

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

bereits in diesem Jahr wieder das Ausgangsniveau erreichen kann, lag die Wirtschaftsleistung in den süd-europäischen Ländern (vor allem in Spanien) mitunter bis zu 9 % unter dem Vorkrisenniveau. Wie lange es dauert bis diese Länder wieder ihr Ausgangsniveau erreichen, hängt naturgemäß vor allem vom weiteren Pandemieverlauf ab. Mehr und mehr stellt sich hier aber auch die Frage, wie groß der strukturelle Schaden für die jeweiligen Nationalökonomien ausfällt. Dabei kommt erschwerend hinzu, dass viele Maßnahmen insbesondere auf Basis von EU-Mitteln zu spät kommen werden, die mitunter sogar prozyklische Wirkung sowie die weiter um sich greifende wirtschaftspolitische Heterogenität in der Union dürften derweil nicht gerade die fiskalische Solidarität befördern. Erst wenn die beschlossenen finanzpolitischen Krisenmaßnahmen weggefallen sind und sich die Wirtschaft auch der Südländer allmählich normalisiert haben wird, wird man den ökonomischen Schaden durch die Pandemie angemessen beurteilen können.

In Deutschland setzte sich hingegen bis zuletzt die Erholung vor allem in der Industrie fort. Auftragseingänge, Exporterwartungen und Geschäftsklima stiegen bis zuletzt kräftig, so dass die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe und in den industrienahen Dienstleistungsbereichen sowie die Exporte die Konjunktur spürbar stützen dürften. Insbesondere das exportorientierte Verarbeitende Gewerbe profitierte von einer fortschreitenden Erholung der Weltkonjunktur, da bei vielen außereuropäischen Handelspartnern pandemiebedingte Einschränkungen der Industrie ausblieben. In der Summe haben auch die jüngsten Projektionen der „Gemeinschaftsdiagnose“ der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute vom 14.04.2021 unsere bisherige Einschätzung im Kern bestätigt. Mit Blick auf die abermaligen Lockdown Maßnahmen ermäßigen wir unsere Projektionen für das laufende Jahr analog zu den Projektionen der Institute aber auf nunmehr 3,7 % (bisher 3,9 %). Signifikante Fortschritte bei der Impfkampagne vorausgesetzt, dürfte sich der Aufschwung im Verlauf dieses Jahres zunehmend auf bislang noch stark belastete Wirtschaftsbereiche ausdehnen. Auch auf Basis der Einschätzung der führenden deutschen Institute ist demnach für das Sommerhalbjahr von einer kräftigen Erholung auszugehen, da sich der aufgestaute Nachholbedarf spürbar entladen dürfte.

Grundsätzlich kann die Weltwirtschaft insgesamt mit der annähernden Verdopplung des Wachstums im laufenden Jahr bereits ab dem kommenden Jahr grosso modo wieder an den Outputpfad anknüpfen, den es ohne Pandemie gegeben hätte: Im Aggregat hat die Weltwirtschaft eine - wenn auch etwas rechtschiefe - V-förmige Erholung durchlaufen. Vor allem in China - dank massiver fiskalischer Schützenhilfe aber auch in den USA erreicht die globale Wirtschaft

insgesamt annähernd wieder den Potentialpfad, den sie auch ohne Covid durchlaufen hätte: In der Nachbetrachtung hat sich die Analyse also klar bewahrheitet, dass die Corona-Pandemie die Weltwirtschaft als exogener Schock getroffen hat, der die wirtschaftliche Aktivität zwar zwischenzeitlich massiv unterbrach, die Produktionsstrukturen aber in deutlich geringerem Umfang in Frage stellte. Mit Blick auf den weiteren Konjunkturverlauf ist daher im Saldo – bei allen Risiken mit Blick auf Mutationen – m.E. auch weiterhin davon auszugehen, dass auch die Covid-Krise unter dem Strich zyklusverlängernd wirkt, so dass die Perspektiven sowohl der Weltwirtschaft deutlich stärker aufwärts gerichtet sein dürften, als vielfach noch prognostiziert.

**Zinssätze** Die internationalen Zinssätze sind angeführt von den US-Sätzen weiter im Aufwärtstrend – wenn auch in den letzten Tagen eine moderate Gegenbewegung eingesetzt hat: 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 des Inflationsziels von 2 % p.a. liegt. Diese Linie setzt die US-Notenbank auch angesichts des zunehmenden Preisdrucks weiter fort. Die Inflationsraten werden zwar aufgrund der Corona bedingten Basiseffekte zumindest zunächst weiter spürbar ansteigen. Die tatsächliche Stärke des unterliegenden Preistrends wird man aber erst mit der Zeit genauer abschätzen können – also wie das Preisgefüge in den USA insbesondere auf die mitunter sehr starken fiskalischen Stimuli reagieren wird. Unverändert überwiegt m.E. 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. Mit Blick auf die EZB muss und wird die europäische Geldpolitik auch weiterhin alles tun, um den europäischen Corona-„Patienten“ (Lagarde) bis zur vollständigen Genesung maximal zu unterstützen – wie lange das auch immer dauern mag: Ein Ende der ultraaggressiven Nullzinspolitik in Europa ist zumindest derzeit nicht mehr absehbar.

Vor dem Hintergrund der obigen Perspektiven für die Geldpolitik rund um den Globus bleibt das Aufwärtspotential für die Kapitalmarktzinssätze vor allem in Europa eng begrenzt: Die US-Kurve ist derzeit schon überdurchschnittlich steil, d.h. der Zinsabstand zwischen den – im weiteren Verlauf – erwarteten Notenbankvorgaben und den Kapitalmarktrenditen ist bereits weit überdurchschnittlich. Weitere größere Renditeanstiege wären damit nur im Rahmen einer signifikanten Erwartungskorrektur hinsichtlich des weiteren Pfades der US-Geldpolitik möglich, der wiederum maßgeblich von der weiteren Inflationsdynamik abhängig ist: Auf dem aktuellen Stand ist auch weiterhin davon auszugehen, dass das Gros der Preiseffekte temporärer Natur sein wird. Mit Blick auf die immer größer dimensionierten Fiskalpakete der US-Administration steigen die Inflationsgefahren gleichwohl grundsätzlich weiter an. Wir gehen zwar grundsätzlich davon aus, dass der internationale Zinstrend leicht aufwärts gerichtet bleibt, 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, wie belassen unsere Jahresprognose bei Renditen um - 0,2 %. Unsere Projektionen für die 10-jährigen US-Treasuries verweisen auf Jahressicht unverändert auf Renditen um 1,8 %.

**Credit Spreads** Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – oszillierten zuletzt um die Marke von 50 Basispunkten. 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** Der US-Dollar hat zuletzt gegenüber dem Euro sehr dynamisch aufgewertet – die US-Devisen setzte damit den seit Jahresbeginn etablierten Aufwärtstrend beschleunigt fort. Treiber der gestiegenen Aufwärtsdynamik dürften vor allem die US-Fiskalpakete sein, die zumindest den wahrscheinlichkeitsgewichteten Zeitpunkt eines möglichen Taperings seitens der Fed sukzessive nach vorne verschieben. Wie oben beschrieben, ist ein Ende der extrem akkommodierenden Geldpolitik in Europa hingegen 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 Jahressicht gehen wir weiterhin von Kursen um EURUSD 1,15 aus.

**Die kommende Daten-Woche**

Die kommende Woche ist ungewöhnlich datenarm: Für die EZB-Sitzung am kommenden Donnerstag sind keine Maßnahmen bzw. Beschlüsse zu erwarten, die EU-Währungshüter werden erst im Juni über die weiteren PEPP-Kaufvolumina entscheiden. Die Einkaufsmanagerindizes sowohl für den Euroraum als auch für Deutschland dürften in der Tendenz weiter gestiegen sein. Trotz des zuletzt anziehenden Infektionsgeschehens überwiegt mehr und mehr der Optimismus. Mit einer wirklich durchgreifenden Verbesserung von Stimmung und Lage auch im Dienstleistungssektor rechnen wir allerdings erst ab dem Zeitpunkt, ab dem spürbare Lockerungen der Corona-Beschränkungen auch tatsächlich in Sicht kommen – also aus heutiger Sicht frühestens etwa ab Mitte Mai.

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

	<b>Zeitraum</b>	<b>Schätzung</b>	<b>letzter Wert</b>
<b>Montag, 19. April</b>			
IT Leistungsbilanz	Februar		710,0 Mio. EUR
<b>Dienstag, 20. April</b>			
GE Erzeugerpreise	März		0,7% / 1,9%
<b>Mittwoch, 21. April</b>			
keine Datenveröffentlichungen			
<b>Donnerstag, 22. April</b>			
FR Geschäftsklimaindex	April		97,9
EC Verbrauchervertrauensindex	April		-11
<b>EC EZB-Zinsentscheidung</b>	<b>April</b>		<b>0,00%</b>
US Index der Frühindikatoren	März	0,6%	0,2%
US Verkäufe bestehender Häuser	März	6,14 Mio.	6,22 Mio.
<b>Freitag, 23. April</b>			
US Verkäufe neuer Häuser	März	886 Tsd.	775 Tsd.
<b>EC Markit PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>April</b>		<b>62,5</b>
<b>GE Markit/BME PMI verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>April</b>		<b>66,6</b>
FR Markit PMI verarbeitendes Gewerbe	April		59,3
<b>EC Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>April</b>		<b>49,6</b>
<b>GE Markit PMI Dienstleistungen</b>	<b>April</b>		<b>51,5</b>
FR Markit PMI Dienstleistungen	April		48,2

**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.