



## Standortbestimmung

REDAKTION  
 Dr. Stefan Mütze  
 Tel.: 0 69/91 32-38 15  
 research@helaba.de

HERAUSGEBER  
 Dr. Gertrud R. Traud  
 Chefvolkswirt/  
 Leitung Research

Helaba  
 Landesbank  
 Hessen-Thüringen  
 MAIN TOWER  
 Neue Mainzer Str. 52-58  
 60311 Frankfurt am Main  
 Telefon: 0 69/91 32-20 24  
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

<b>1 Die Woche im Überblick.....</b>	<b>1</b>
1.1 Chart der Woche .....	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente .....	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 07 mit Prognosen .....	3
<b>2 Im Fokus.....</b>	<b>4</b>
2.1 Aktien: Weiterhin gefragt.....	4
2.2 Deutschland: Länger im Tiefschlaf .....	5
2.3 US-Handelspolitik: Ein Nachschlag Trump.....	6
2.4 Pfandbrief: Gesetzesnovelle 2021 auf der Zielgeraden .....	8
<b>3 Charttechnik .....</b>	<b>9</b>
<b>4 Prognosetabelle .....</b>	<b>10</b>

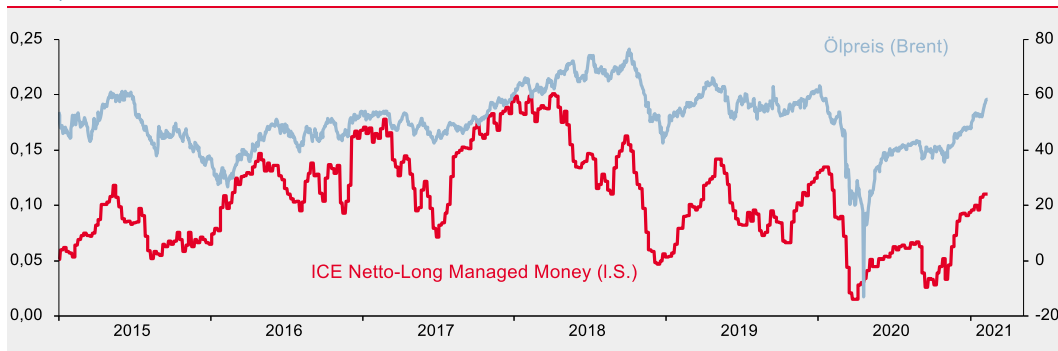
## 1 Die Woche im Überblick

### 1.1 Chart der Woche

#### Öl-Spekulation in vollem Gange

OI = Open Interest

USD/Fass



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Spekulationen auf eine positive globale Konjunktorentwicklung halten an und haben den Ölpreis auf das höchste Niveau seit Januar 2020 getrieben. Deutlich zu erkennen ist das an den ICE-Long-Positionierungen, die parallel gestiegen sind. Nicht zuletzt die Aussicht auf ein neues US-Fiskalpaket und die anhaltend expansive Geldpolitik beflügeln. Ein wichtiger Faktor ist das weiterhin gedrosselte Produktionsniveau. In den USA werden die Produzenten wohl erst nach einem dauerhaften Preisanstieg mit einer Wiederaufnahme der Produktion reagieren. Bisherige Erholungen des US-Outputs waren verhalten. Zudem hält sich die OPEC+ mit Produktionsausweitungen zurück, wenngleich hier im April möglicherweise die Karten neu gemischt werden. Freie OPEC-Kapazitäten und eine mögliche Rückkehr des Irans sollten mittel- und langfristig eine ausreichende Versorgung der Märkte sicherstellen und das Potenzial für Öl auf der Oberseite begrenzen. Vor diesem Hintergrund passen wir unsere Prognosen für den Ölpreis der Sorte Brent für Q1 auf 60 US-Dollar/Fass (zuvor: 53) und für Q2 auf 62 US-Dollar/Fass (zuvor: 60) an. Die länger laufenden Schätzungen bleiben unverändert.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden..

Ralf Umlauf  
 Tel.: 069/91 32-11 19

## 1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Zeit für eine Standortbestimmung: An den Finanzmärkten setzen die Anleger auf den sogenannten „Reflation-Trade“, was Aktien und Zinsen gleichermaßen nach oben getrieben hat. Dahinter steht die Erwartung, dass es zu einer kräftigen konjunkturellen Erholung kommt, sobald das öffentliche und wirtschaftliche Leben mit Hilfe der Impfungen wieder in Gang kommt. In Anbetracht der gigantischen Fiskalpakete in den USA ebenso wie im Euroraum dürfte diese Erholung mit Überhitzungserrscheinungen zusammenfallen, die Inflation käme zurück. Die jüngste Rally an den Aktienmärkten (S. 4), die den deutschen Leitindex DAX bis an die Marke von über 14.000 getrieben hat, findet ihr Motiv in dieser sehr starken zyklischen Spekulation. Gleiches lässt sich an der lebhaften Nachfrage nach Rohstoffen ablesen, die umso besser performen, je zyklischer sie sind. Dazu zählt vor allem Öl (S. 1), das auf Wochensicht ein Plus von knapp 4 % generierte. Auf Seiten der Edelmetalle ist Platin zuletzt auf ein 6-Jahreshoch befördert worden, nachdem die jüngste Silbereuphorie etwas abebbte. Doch selbst das seit Jahresbeginn stiefmütterlich behandelte Gold ist mit einem Wochenplus von gut 2 % dabei.

Die Neuinfektionsraten in den USA, Großbritannien und auch Deutschland sind zuletzt stark zurückgegangen, gleichzeitig verschärfen die USA und Großbritannien das Impftempo. Damit werden wirtschaftliche Lockerungen wahrscheinlicher, was wiederum die Erwartung eines schneller und stärker anziehenden Wirtschaftswachstums im Jahresverlauf begründet. Der zu erwartende Rebound sowohl in den USA wie auch in Großbritannien dürfte früher kommen und kräftiger ausfallen als in Deutschland (S. 5). Wachstumsdivergenzen zwischen den USA und Großbritannien auf der einen Seite sowie Deutschland und dem Euroraum auf der anderen Seite werden sich je nach Erfolg in der Pandemiebekämpfung weiter aufbauen. Gleiches gilt für die Inflation. Durch die jüngsten US-Preisdaten haben die Inflationserwartungen einen Dämpfer erfahren, so dass der Zinsanstieg an den Rentenmärkten abebbte. Die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries schaffte es nicht über die Marke von 1,20, der Renditezuwachs der 10-jährigen Bundesanleihe endete bei -0,41%. Unterstützung erfuhr der Rentenmarkt zusätzlich von US-Notenbankchef Powell, der keinen großen und nachhaltigen Anstieg der Teuerungsraten erwartet. Laut Powell denke die Fed noch nicht einmal darüber nach, den geldpolitischen Stimulus zu reduzieren. Es ist weiterhin die Lage am US-Arbeitsmarkt, die Sorgen bereite. Weitere fiskalische Unterstützung sei hier seiner Meinung nach vonnöten. Die Fiskalpakete sind geschnürt, die Geldpolitik bleibt expansiv, doch eine erfolgreiche Pandemiebekämpfung wird sich erst am tatsächlichen Öffnungsgrad in den Volkswirtschaften zeigen.

### Finanzmarktrückblick und –prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021
	31.12.2020	05.02.2021				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	0,8	-1,4	1,21	1,20	1,20	1,25
Japanischer Yen	-0,6	-0,7	127	125	125	128
Britisches Pfund	2,0	-0,3	0,88	0,88	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,2	0,1	1,08	1,10	1,10	1,12
	in Bp		%			
3M Euribor	0	0	-0,54	-0,50	-0,45	-0,45
3M USD Libor	-4	1	0,20	0,40	0,40	0,40
10 jähr. Bundesanleihen	11	0	-0,46	-0,40	-0,30	-0,20
10 jähr. Swapsatz	13	1	-0,13	-0,05	0,05	0,15
10 jähr. US-Treasuries	25	2	1,16	1,00	1,00	1,00
	%		Index			
DAX	2,3	-0,1	14.041	14.200 (13.300)	14.500 (13.600)	14.200 (13.800)
	%					
Brentöl \$/B	18,0	3,9	61	60 (53)	62 (60)	63
Gold \$/U	-3,6	2,1	1.827	1.800	2.000	1.800

\*Schlusskurse vom 11.02.2021

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 1.3 Finanzmarktkalender KW 07 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Montag, 15.02.2021</b>						
11:00	EZ	Dez	Industrieproduktion % m/m, s.a. % yy, s.a.	<b>0,2</b> <b>1,2</b>	-0,5 k.A.	2,5 -0,7
	US		Presidents Day - Märkte geschlossen			
<b>Dienstag, 16.02.2021</b>						
11:00	DE	Feb	ZEW-Indikator	<b>60,0</b>	60,0	61,8
11:00	EZ	Q4	BIP zweite Schätzung % q/q % yy	<b>-0,7</b> <b>-5,1</b>	-0,7 -5,1	12,4 -4,3
14:30	US	Feb	Empire State-Umfrage; Index	<b>10,0</b>	6,0	3,5
<b>Mittwoch, 17.02.2021</b>						
14:30	US	Jan	PPI Erzeugerpreise, % m/m	<b>0,5</b>	0,4	0,3
14:30	US	Jan	PPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % m/m	<b>0,3</b>	0,2	0,1
14:30	US	Jan	Einzelhandelsumsätze, % m/m	<b>1,2</b>	0,8	-0,7
14:30	US	Jan	Einzelhandelsumsätze ohne Pkws, % m/m	<b>1,1</b>	0,8	-1,4
15:15	US	Jan	Industrieproduktion, % m/m	<b>0,6</b>	0,4	1,6
15:15	US	Jan	Kapazitätsauslastung; %	<b>75,0</b>	74,8	74,5
15:15	US		Boston Fed-Präsident Rosengren			
16:00	US	Feb	NAHB Housing Index	<b>83</b>	83	83
16:00	US	Dez	Lageraufbau; % m/m	<b>0,5</b>	0,5	0,5
20:00	US		FOMC Minutes			
<b>Donnerstag, 18.02.2021</b>						
14:00	US		Fed-Gouverneurin Brainard			
14:30	US	Feb	Philadelphia Fed; Index	<b>20,0</b>	19,8	26,5
14:30	US	Jan	Baubeginne % m/m Tsd (JR)	<b>-0,5</b> <b>1660</b>	-1,1 1651	5,8 1669
14:30	US	Jan	Baugenehmigungen % m/m Tsd (JR)	<b>-3,8</b> <b>1640</b>	-2,0 1670	4,2 1704
14:30	US	13. Feb	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	<b>750</b>	k.A.	793
16:00	EZ	Feb	EU-Kommission; Saldo: Konsumentenvertrauen	<b>-14,0</b>	-14,5	-15,5
16:00	US		Atlanta Fed-Präsident Bostic			
<b>Freitag, 19.02.2021</b>						
08:00	DE	Jan	Erzeugerpreise % m/m % yy	<b>0,3</b> <b>-0,3</b>	k.A. k.A.	0,8 0,2
09:30	DE	Feb	Einkaufsmanagerindex (Verarb. Gewerbe, Vorabschätzung)	<b>56,8</b>	56,8	57,1
09:30	DE	Feb	Einkaufsmanagerindex (Dienst- leistungen, Vorabschätzung)	<b>46,0</b>	46,5	46,7
10:00	EZ	Feb	Einkaufsmanagerindex Verarb. Gewerbe	<b>54,5</b>	54,2	54,8
10:00	EZ	Feb	Einkaufsmanagerindex Dienst- leistungen	<b>46,0</b>	46,0	45,4
16:00	US	Jan	Verkauf bestehender Häuser, Mio. (JR)	<b>6,6</b>	6,6	6,8
17:00	US		Boston Fed-Präsident Rosengren			

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

Markus Reinwand, CFA  
Tel.: 0 69/91 32-47 23

### 2.1 Aktien: Weiterhin gefragt

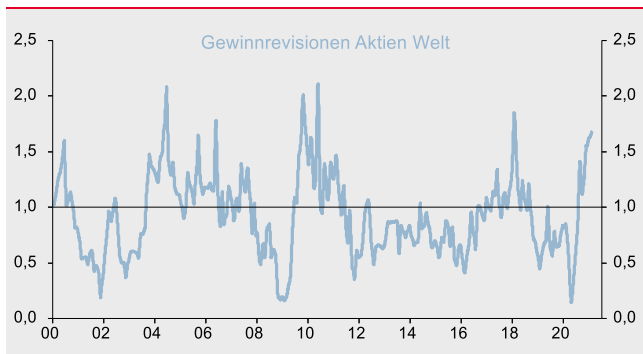
Die Entwicklung an den Aktienmärkten ist weiterhin durch den Mangel an Anlagealternativen und nicht durch Bewertungsaspekte getrieben. Die gegenwärtig zu beobachtende Verbesserung der Aussichten für die Unternehmensgewinne wurde bereits weitgehend vorweggenommen.

Unternehmen  
überraschen positiv

Die Verschnaufpausen an den Aktienmärkten sind nach wie vor von nur kurzer Dauer. Rund um den Globus setzen die Kursbarometer ihren Aufwärtstrend fort, verbunden mit zum Teil neuen historischen Höchstständen. Trotz bereits offensiver Positionierung gibt es offensichtlich genügend Anleger, die auf Gelegenheiten warten, neu in den Markt einzusteigen oder Positionen auszubauen. So scheinen inzwischen auch zuvor ausgesprochen sicherheitsorientierte Investoren bereit zu sein, ein höheres Risiko einzugehen. Es gibt aber auch fundamentale Lichtblicke. So erhalten Aktien Unterstützung durch überwiegend positive Überraschungen bei den Quartalsberichten der Unternehmen. Aus dem S&P 500 haben inzwischen fast 75 % Ergebnisse vorgelegt. Rund 80 % davon lagen über den Erwartungen. Aus dem DAX haben bislang erst 20 % berichtet, alle wiesen höhere Nettoergebnisse aus als im Vorfeld erwartet. Entsprechend werden die Gewinn-Schätzungen für die kommenden zwölf Monate weiter nach oben revidiert. Da gleichzeitig auch die Notierungen gestiegen sind, hat sich die Bewertungssituation jedoch nicht entspannt. So bewegt sich der DAX weiterhin leicht, der S&P 500 deutlich oberhalb des langfristigen Normalbandes.

#### Unternehmensgewinne werden nach oben revidiert

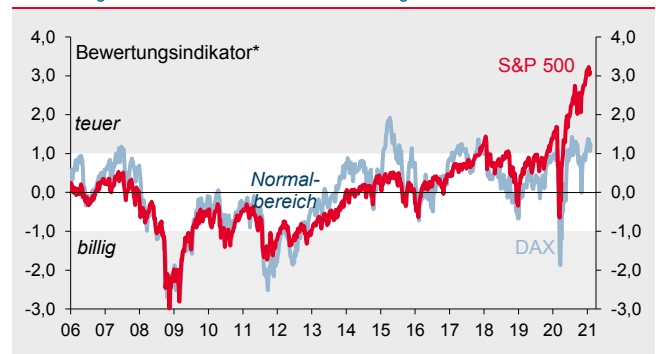
Verhältnis +/-



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Aktien weiterhin hoch bewertet

Abweichung vom Mittelwert in Standardabweichungen



\* bestehend aus KGV, KCV, KBV und Kehrwert Dividendenrendite  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Allerdings scheinen Anleger für die Chance auf eine auskömmliche Rendite bereit zu sein, länger als von uns bislang erwartet ein erhöhtes Bewertungsniveau zu akzeptieren. Zwar bleiben Aktien damit grundsätzlich anfällig. Solange jedoch die großen Notenbanken weiterhin das System mit Liquidität fluten und auch die Fiskalpolitik mit riesigen Ausgabenprogrammen Wirtschaft und Haushalte stützt, dürften die positiven Wachstumserwartungen von den Marktteilnehmern nicht grundsätzlich in Frage gestellt werden. Schließlich eröffnen rückläufige Infektionszahlen in vielen Ländern und fortschreitende Impfungen eine positive Perspektive, auch wenn Lockerungen zum Teil noch auf sich warten lassen. Insgesamt dürfte sich die Abgabebereitschaft der Marktteilnehmer somit vorerst in Grenzen halten. Wir heben daher insbesondere unsere kurzfristigen Aktienprognosen leicht an. Unser Jahresendziel für den DAX bleibt mit 14.000 Punkten unverändert.

Gewinne laufen lassen

Da in den aktuellen Notierungen bereits ein sehr optimistisches Wachstumsszenario unterstellt ist, steigt die Gefahr von negativen Überraschungen. Kritische Risiken sind in diesem Zusammenhang u.a. Rückschläge in der Pandemiebekämpfung durch Mutationen bzw. Resistenzen oder aufkommende Zweifel an der ungebremsten Fortführung der ultralockeren Geldpolitik bei fortschreitender Konjunkturerholung. Breite Neuengagements sind aufgrund des aus fundamentaler Sicht begrenzten Aufwärtspotenzials nicht zu empfehlen. Es besteht jedoch derzeit auch kein Anlass, die Aktienquoten zu reduzieren.

Dr. Stefan Mütze  
Tel.: 0 69/91 32-38 50

## 2.2 Deutschland: Länger im Tiefschlaf

Der Lockdown wird verlängert. Damit muss die Wachstumsprognose für Deutschland reduziert werden. Auch Frankreich, Italien und Spanien werden sich wohl 2021 mit etwas weniger Wachstum begnügen müssen.

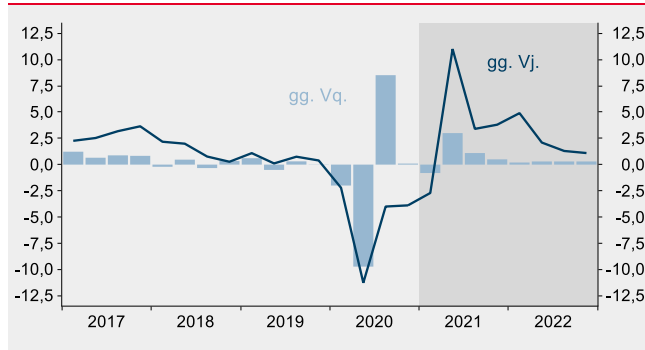
Industrie vollbringt  
keine Wunder

Der harte Lockdown in Deutschland wird bis 7. März verlängert. Erst wenn die Zahl der Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner in sieben Tagen stabil bei höchstens 35 liegt, sollen Geschäfte unter Auflagen wieder öffnen dürfen. Für Friseurie gilt dies bereits Anfang März. Dieser Beschluss der Ministerpräsidentenkonferenz wird das erste Vierteljahr zusätzlich belasten. Die Industrie kann nicht mehr im gleichen Ausmaß wie im dritten und vierten Quartal den Rückgang im Handel und bei Dienstleistern ausgleichen. Sie hat im Dezember bereits einen Großteil des Einbruchs im Frühjahr aufgeholt. Von nun an dürfte sich der Aufschwung im Verarbeitenden Gewerbe volatil und mit geringeren Produktionszuwächsen fortsetzen. Hinzu kommen Sonderfaktoren, die den Jahresbeginn belasten: Die temporäre Knappheit bei Halbleitern behindert die wichtige Automobilindustrie. Zusätzlich sind durch die Corona-bedingten Einschränkungen bei den Autohäusern und die Mehrwertsteuererhöhung die deutschen Neuzulassungen im Januar um 31 % gegenüber Vorjahr stark gesunken. Die extremen Temperaturen dürften zudem zu Unterbrechungen auf den Baustellen führen. Zuvor war die Binnenschifffahrt kurzzeitig durch Hochwasser behindert worden. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe ist bereits seit Oktober nicht weiter gestiegen. Der in der Berichtswoche zur Veröffentlichung anstehende Februarwert dürfte leicht sinken.

Aus diesen Gründen erwarten wir nun für das erste Quartal einen Rückgang der Wirtschaftsleistung von knapp 1 %. Auch wenn ein dynamischer Aufschwung ab dem zweiten Quartal sehr wahrscheinlich ist, verringert sich hierdurch die Wachstumsprognose 2021 auf nur noch 3,7 % (vorher: 4,2 %). Die Prognose für 2022 von 2,3 % muss nicht geändert werden.

### Erneuter Rücksetzer im ersten Quartal

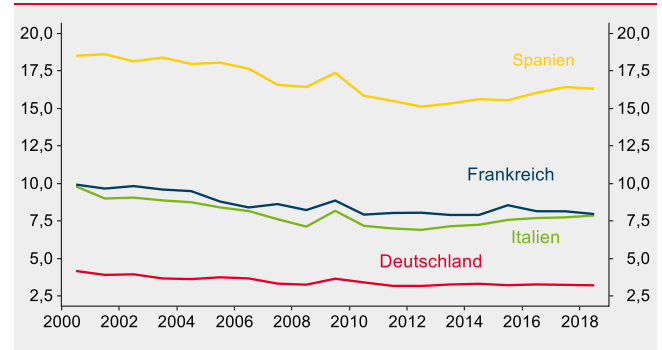
Reales deutsches Bruttoinlandsprodukt, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Darbender Tourismus belastet europäische Nachbarn

Tourismuseinnahmen in % der Exporte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Tourismus beginnt  
später

Deutschlands Nachbarn sind bezüglich der Öffnungen in der Corona-Krise aktuell weniger restriktiv. Das erste Quartal dürfte damit in Frankreich, Italien und Spanien besser ausfallen als hierzulande. Trotzdem senken wir auch hier die Prognosen. Für diese Länder gilt, dass die Tourismussaison aufgrund des langsamen Anlaufens der Corona-Impfungen in diesem Jahr später beginnen dürfte als bislang erwartet. Die Bedeutung dieses Sektors ist insbesondere für Spanien, aber auch für Frankreich und Italien größer als für Deutschland. Für Italien muss zusätzlich berücksichtigt werden, dass bereits das vierte Quartal 2020 sehr schwach ausgefallen war. Damit ist dort das Ausgangsniveau für 2021 niedrig. Zudem ist nicht ausgeschlossen, dass steigende Infektionszahlen erneut zu Einschränkungen führen. Frankreich beispielsweise hat bereits große Einkaufszentren geschlossen. Für Italien und Spanien erwarten wir allerdings für 2022 ein etwas höheres Wachstum. Dies resultiert aus der stärkeren Dynamik im zweiten Halbjahr 2021 u.a. durch den wieder in Gang kommenden Fremdenverkehr und ersten Impulsen aus dem umfangreichen EU-Hilfsprogramm. Der Aufschwung in der Eurozone fällt 2021 mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 5,1 % (vorher: 5,7 %) schwächer aus. Für 2022 liegt das Plus mit 2,4 % (vorher: 2,3 %) etwas höher.

Patrick Franke  
Tel.: 0 69-91 32-47 38

## 2.3 US-Handelspolitik: Ein Nachschlag Trump

Wie vor rund zwölf Jahren die Finanzkrise hat die Covid-19-Pandemie Ängste aufkommen lassen, dass die Regierungen die wirtschaftspolitischen Fehler aus den 1930er Jahren wiederholen könnten. Damals versuchte man, die rapide schrumpfende aggregierte Nachfrage zu den eigenen Produzenten zu lenken. Märkte wurden abgeschottet, Währungen abgewertet. Die Folge war eine ökonomische Abwärtsspirale mit katastrophalen wirtschaftlichen und letztlich politischen Folgen. Dazu kam es diesmal nicht. Dennoch nehmen die Abschottungstendenzen derzeit zu, auch in den USA. Bei allen Unterschieden im Stil: In der Handelspolitik sind Joe Biden und Donald Trump wohl so nah beieinander wie nirgends sonst.

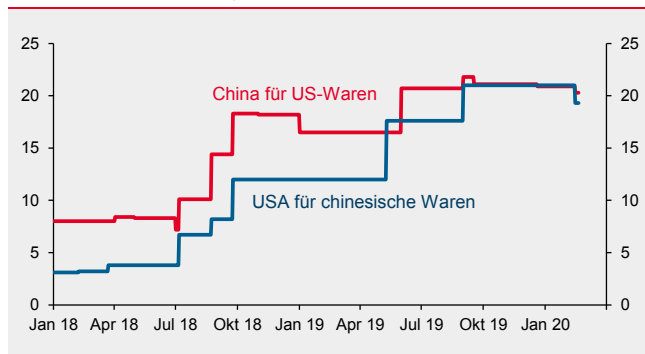
Die Mitglieder der neuen US-Regierung sind davon überzeugt, dass mehr staatliche Interventionen die Lösung vieler, wenn nicht aller, politischer Probleme sind. Dies gilt ebenfalls für den internationalen Handel. Wie auf anderen Gebieten wird Joe Bidens Team zwar auch im Rahmen der WTO zu einer Form der Kooperation zurückkehren, die Trump praktisch komplett eingestellt hatte. Spürbare inhaltliche Fortschritte sind hier aber nicht zu erwarten. Der Fokus scheint daher weiterhin auf bilateralen Abkommen zu liegen. Auch hier ist der Ausblick trübe: Die neue Nordamerikanische Freihandelszone ist in Kraft – und es waren die demokratischen Führer im Kongress, Nancy Pelosi und Chuck Schumer, die hier für die Aufnahme vieler besonders protektionistischer Bestimmungen sorgten. Ein nachträglicher Beitritt der USA zum transpazifischen Freihandelsabkommen TPP, aus dem Trump im letzten Moment ausgestiegen war, ist unwahrscheinlich. Hoffnungen mancher Vertreter der deutschen Industrie, man könne nun in einem neuen Anlauf eine veränderte Form des gescheiterten TTIP-Abkommens zwischen der EU und den USA erreichen, erscheinen ziemlich blauäugig.

Alte und neue  
Konfliktfelder mit China

Joe Bidens erste nennenswerte handelspolitische Amtshandlung war die Wiedereinführung eines Aluminiumzolls, den Donald Trump kurz vor seinem Abschied außer Kraft gesetzt hatte. Von einer Abschaffung der Strafzölle auf viele ausländische Stahlproduzenten ist keine Rede. Im Verhältnis zu China bleibt alles beim Alten – die Anfang 2020 geltenden „Trump-Zölle“ sind (weitgehend) unverändert in Kraft. Bei ihren Bestätigungsanhörungen vor dem Senat haben die neuen Kabinettsmitglieder keine Chance für „China-Bashing“ ausgelassen. Zu den Vorwürfen aus der Ära Trump kommen nun noch Kritikpunkte wegen Menschenrechtsverletzungen hinzu. Dies ist für die chinesische Führung aber ein neuralgischer Punkt – hier geht es „ans Eingemachte“ der inneren Angelegenheiten, in denen man sich nicht ohne Gesichtsverlust von Ausländern reinreden lassen kann.

### Versiebenfachung der US-Zölle hat Bestand

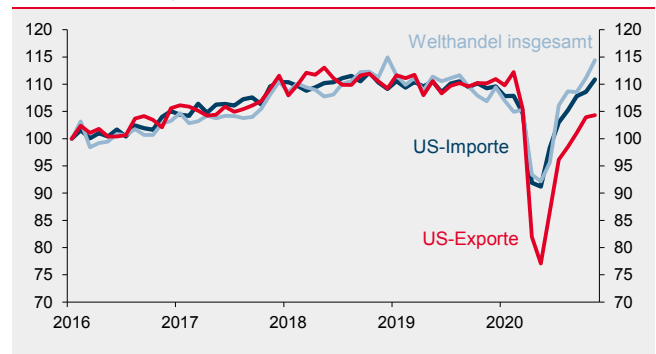
Durchschnittliche Warenczölle, %



Zuletzt aktualisiert im Feb. 2020. Danach wurden die jeweiligen Zollregime nur noch geringfügig angepasst.  
Quellen: PIIE, Helaba Volkswirtschaft/Research

### USA aktuell mit erheblichen Exportproblemen

Realer Warenhandel, indiziert Januar 2016 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

In der Klimapolitik wird sich Biden zwar der EU-Position annähern. Wahrscheinlich werden die hiesigen Maßnahmen aber auf absehbare Zeit ambitionierter (= teurer) bleiben als ihre US-Pendants. Damit wird die Frage nach dem preislichen Wettbewerbsvorteil akut, den Produktionsstandorte mit niedrigeren Standards oder Umweltsteuern genießen. Angesichts der Geschwindigkeit, mit der hier der Wandel angestrebt wird, reden wir über beträchtliche Kosten. Die Diskussion, ob so genannte „Grenzausgleichssteuern“ aus Klimagründen wünschenswert oder sinnvoll sein können, sprengt den

Rahmen dieser Analyse. Ein Präsident, der selbst in der allgemeinen Außenpolitik explizit „die Interessen der Mittelklasse“ in den USA in den Fokus stellen will, wird aber nicht tatenlos zusehen, wie US-Exporte von der EU mit hohen Einfuhrzöllen belegt werden. Die USA haben derzeit eh schon ein Performanceproblem mit ihren Ausfuhren (siehe Schaubild S. 6): Hatten die realen Ein- und Ausfuhren von Waren in den USA in den vergangenen Jahren (vor und unter Trump) zunächst grob mit der weltweiten Entwicklung mithalten können, brachen die amerikanischen Exporte 2020 deutlich stärker ein als der Rest des Welthandels und die eigenen Importe. Auch die Erholung fiel sehr bescheiden aus – im Gegensatz zum Welthandel insgesamt blieben die US-Ausfuhren Ende 2020 spürbar unter ihrem Vorkrisenniveau. Dies ist genau das Umfeld, das Lobbyisten des Protektionismus in Washington Tür und Tor öffnet.

### “Buy American!“: America First geht in die Verlängerung

Wenn die sündhaft teuren Werbespots während des Superbowl des American Football ein jährliches Spiegelbild des nationalen Gefühlsbildes sind, hatte die diesjährige Auswahl zwei Kernbotschaften: 1) „Wir müssen zusammenhalten! / Gemeinsam sind wir stärker!“ und 2) „Buy American! / Shop Local! / Eat Local!“ Joe Bidens „Buy American“-Initiative trifft also den Geist der Zeit. Das macht sie aber nicht besser.

Während es intuitiv erscheinen mag, dass eine Regierung die eigenen Anbieter bevorzugt behandeln sollte, bringt ein solcher Kurs zwei entscheidende Probleme: Erstens ist er umso relevanter, je weniger wettbewerbsfähig die inländischen Anbieter sind. Weltklasseunternehmen können auf Augenhöhe mit dem Ausland um öffentliche Aufträge konkurrieren. Eine explizite Bevorzugung des Inlands hat also vor allem dort nennenswerte Auswirkungen, wo die heimischen Unternehmen deutlich teurer sind als die ausländischen. Entsprechend fördert der Staat durch solche Subventionen hauptsächlich ineffiziente Branchen und Unternehmen – mit knappen Steuergeldern. Die Steuerzahler erhalten letztlich weniger Sach- und Dienstleistungen für ihren Dollar. Ab dem laufenden Monat ist eine Regel Donald Trumps in Kraft, dass US-Anbieter bis zu 20 % teurer sein dürfen als die ausländische Konkurrenz. Unter dem Strich werden solche Maßnahmen einen negativen Nettoeffekt auf die Beschäftigung haben.

Staaten und Gemeinden  
als vertragliche Hintertür

Zweitens ist der Spielraum der Regierung in dieser Hinsicht grundsätzlich durch internationale Abkommen eingeschränkt. Deren Regeln kann man zwar teilweise umgehen, z.B. indem die nationale Regierung finanzielle Mittel an die untergeordneten Gebietskörperschaften durchleitet, die nicht an diese Abmachungen gebunden sind. Ausländische Regierungen werden aber nicht die Hände in den Schoß legen, während die andere Seite die Spielregeln biegt oder ändert. Viele US-Unternehmen, vor allem in High-Tech- und Dienstleistungsbereichen, sind global hoch wettbewerbsfähig und würden unter einem Ausschluss von öffentlichen Ausschreibungen, z.B. in der EU, leiden. Für sie wäre eine solche beidseitige transatlantische Abschottung per saldo wahrscheinlich ein Verlustgeschäft, zumal der Anteil der Staatsausgaben an der Gesamtwirtschaft, also das verteilbare Mittelvolumen, in den USA spürbar kleiner ist als in den meisten anderen Industrieländern.

Präsident Hoover legte 1933 mit dem „Buy American Act“ die Grundlagen, aber zuletzt wurden die Bestimmungen nicht nur bei der zulässigen Preisdiskrepanz, sondern auch bei den „rules of content“ verschärft, also hinsichtlich der Frage, welche Produkte eigentlich als „American“ zählen. Ab diesem Monat müssen Stahl- und Eisenprodukte zu 95 % inländische Wertschöpfung ausweisen, andere Produkte mindestens 55 %. Dies sind wohlgerneht noch von Trump auf den Weg gebrachte Regeln. Biden könnte hier noch mal nachlegen. Unternehmen, die auch im Ausland aktiv sind, stehen dann vor einem Dilemma: Mehr Wertschöpfung in die relativ teuren USA verlegen, um die Quote zu erreichen? Oder darauf verzichten, um am Weltmarkt wettbewerbsfähig zu bleiben? Dies ist vor allem für Branchen relevant, in denen die Lieferketten in Nordamerika (also mit kanadischen und mexikanischen Teilen) sehr extensiv sind. Fährt Biden hier einen Konfliktkurs zu den Handelspartnern, droht er eine weitere Front zu eröffnen, wo es wie bei der Frage nach einer „gerechten“ Besteuerung von international tätigen Unternehmen und Klimazöllen vor allem um eine möglichst große Scheibe des globalen Kuchens geht. Die 1930er lassen grüßen.

## 2.4 Pfandbrief: Gesetzesnovelle 2021 auf der Zielgeraden

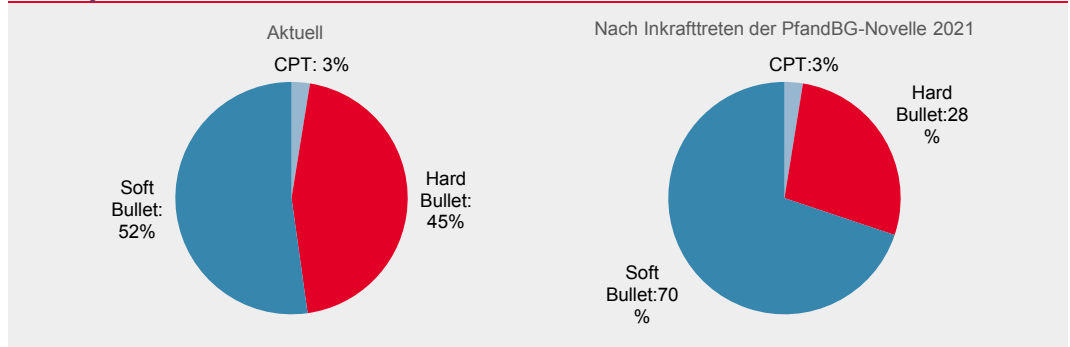
Die neuen EU-Regelungen zur Harmonisierung von Covered Bonds müssen bis 8. Juli 2021 in nationales Recht umgesetzt sein und ein Jahr später für alle Emittenten in Kraft treten. Deutschland hat bereits frühzeitig die nötigen Änderungen in der Pfandbriefgesetz-Novelle 2021 (PfandBG-Novelle) auf den Weg gebracht und liegt gut im Zeitplan. Per saldo dürfte der Pfandbrief nach Einführung der Novelle 2021 eine höhere Qualität als der EU-Mindeststandard ausweisen.

Der Regierungsentwurf zur PfandBG-Novelle 2021 beinhaltet einen überschaubaren Umfang an Anpassungen, da viele verbindliche Vorschriften des EU-Harmonisierungspakets längst Standard für den Pfandbrief sind<sup>1</sup>. Darüber hinaus hebt sich die Novelle durch einige striktere Vorgaben ab, wie etwa das generelle Verbot, Forderungen gegenüber Kreditinstituten aus der gleichen Bankengruppe wie der Emittent in Deckung zu nehmen. Zu den weiteren Änderungen des Pfandbriefgesetzes zählen die Ergänzung der barwertigen Überdeckungsquote um nominelle Überdeckungsquoten, die Erweiterung des Deckungsreportings und hohe Anforderungen an liquide Vermögenswerte. Aufgrund dieser hohen Qualitätsstandards ist die **Privilegierung von Pfandbriefen im Aufsichtsrecht und in den EU-Regelungen** weiter sichergestellt. Daher fallen die Papiere unter die europäische Bezeichnung „European Covered Bond (Premium)“ und können damit vermarktet werden. Ausnahme bilden die Flugzeugpfandbriefe, die sich nicht für das Premiumsegment qualifizieren.

Darüber hinaus entscheidet sich der deutsche Gesetzgeber für die **Einführung der Fälligkeitsverschiebung**. Covered Bonds ohne und mit Fälligkeitsverschiebung (international häufig Hard- und Soft Bullet-Covered Bonds genannt) sind **ohne jeden Unterschied, solange die emittierende Bank zahlungsfähig ist**. Bei Insolvenz des Emittenten ist die Fälligkeitsverschiebung dagegen ein probates Mittel zur Reduzierung des Liquiditätsrisikos. Gerade bei anstehenden großvolumigen Fälligkeiten kann ein sich verschaffter Zeitgewinn zur Liquiditätsbeschaffung helfen, den Ausfall der Covered Bonds zu vermeiden. Dies könnte auch dem Sachwalter zu Gute kommen, der zur Abwicklung der Deckungswerte und Pfandbriefverbindlichkeiten bei Insolvenz der Bank eingesetzt wird. Die Verschiebung von Pfandbrieffälligkeiten um maximal 12 Monate gilt als letztes Mittel des Sachwalters, um Liquiditätsengpässen entgegenzuwirken. Dies dürfte auch im Interesse der Investoren sein.

### Mit der PfandBG-Novelle 2021 etabliert sich das Instrument der Fälligkeitsverschiebung weiter

Verteilung der Rückzahlungsstrukturen auf Basis der ausstehenden Volumen der iBoxx EUR Covered-Papiere vor und nach Einführung der Pfandbrief-Novelle 2021; Stand Januar 2021



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Soft Bullet Covered Bonds wachsen deutlich, bleiben jedoch uneinheitlich

Covered Bonds mit Fälligkeitsverschiebung gewannen in den letzten Jahren international zunehmend an Akzeptanz und dominieren die Neuemissionen. Mit der PfandBG-Novelle wird der Anteil von Soft Bullet Covered Bonds deutlich von 52 % auf 70 % steigen. So einheitlich die Namensgebung und die Struktur der Fälligkeitsverschiebung wirken, so uneinheitlich sind sie doch. Unterschiede bei Auslösern, Verschiebemöglichkeiten und -techniken, Regeln zur Verzinsung und Berichterstattung erlösen Investoren trotz EU-Mindeststandards nicht von ihrer Vergleichsarbeit. Umso positiver ist die einheitliche Regelung in der PfandBG-Novelle für alle Pfandbriefe zu werten.

<sup>1</sup> Siehe Covered Bond Special: [Pfandbrief bleibt Pfandbrief vom 11.02.2021](#)



### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Erholung – Abwärtsimpuls aber intakt

MACD Bund-Future (täglich)



Quellen: Refinitiv, Helaba Volkswirtschaft/Research

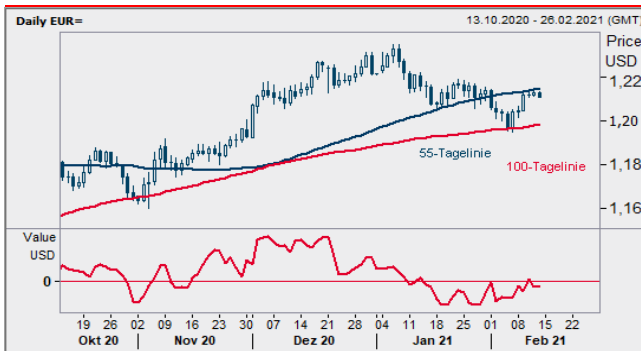
Widerstände:	176,96	177,41	178,12
Unterstützungen:	175,92	175,61	174,37

Der Bund-Future hat sich im Wochenverlauf erholt, der seit Mitte Dezember bestehende Abwärtsimpuls ist aber intakt. Die Widerstandslinie verläuft heute bei 177,41 und damit im Bereich der 55- und 100-Tagelinien (137,37/43). Erst bei nachhaltigen Kursen darüber würde sich der Ausblick deutlich aufhellen. Das Indikatorenbild ist uneinheitlich: Der MACD dreht zwar, er ist aber weiterhin im Verkauf. RSI und Stochastic befinden sich im neutralen Gebiet und das Kursmomentum ist negativ und nachgebend. Insofern scheint es verfrüht, um auf weitere Kursgewinne zu setzen.

Ulrich Wortberg (Tel.: 069/9132-3616)

#### EUR-USD: 55-Tagelinie im Fokus

Momentum EUR-USD (täglich)



Quellen: Refinitiv, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,2148	1,2225	1,2349
Unterstützungen:	1,2097	1,1950	1,1887

Der Euro hat sich im Wochenverlauf erholt, nachdem die 100-Tagelinie bei 1,1989 USD mehrfachen Tests standgehalten hat. Die Indikatoren im Tageschart lassen erste Hoffnungen aufkommen, dass der Euro weitere Gewinne verzeichnen könnte. So nähert sich z.B. das Kursmomentum im negativen Bereich der Nulllinie an. Die nächste Hürde liegt an der 55-Tagelinie, welche heute bei 1,2148 verläuft. Darüber würde sich der Ausblick weiter aufhellen und Gewinne bis zu 1,2225 oder sogar bis zum Mehrjahreshoch bei 1,2349 wären möglich.

Patrick Boldt (Tel.: 069/9132-6822)

#### DAX: Fehlende Schwungkraft

DMI/Ichimoku DAX (täglich)



Quellen: Refinitiv, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	14.065	14.170	14.279
Unterstützungen:	13.866	13.702	13.638

Der DAX pendelt weiterhin um die 14.000er Marke. Zuletzt wurde bereits ein Test der Richtung Süden kippenden 21-Tagelinie (13.853) vollzogen. Bemerkenswert ist, dass die Schwungkraft des deutschen Leitindex aktuell nachlässt, was angesichts des vollzogenen Kursanstiegs des DAX und dem jüngst erreichten Rekordhoch durchaus ungewöhnlich ist. Widersprüchliche Signale seitens verschiedener Indikatoren führen dazu, dass die kurzfristigen Risiken höher zu gewichten sind. Supports finden sich bei 13.866 (Projektion), 13.853 und 13.702 Zählern.

Christian Schmidt (Tel.: 069/9132-2388)

Bitte beachten Sie: Die Ausführungen auf dieser Seite basieren ausschließlich auf der Technischen Analyse und sind kurzfristig orientiert. Die fundamentalen Analysen mit einer mittel- und langfristigen, strategischen Ausrichtung gehen nicht in diese Betrachtungen ein.

## 4 Prognosetabelle

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2019	2020s	2021p	2022p	2019	2020	2021p	2022p
Eurozone	1,3	-6,8	5,1	2,4	1,2	0,3	1,8	1,6
Deutschland	0,6	-5,3	3,7	2,3	1,4	0,5	1,9	2,0
Frankreich	1,5	-8,3	6,8	2,4	1,3	0,5	1,7	1,6
Italien	0,3	-8,9	4,7	2,0	0,6	-0,1	1,2	1,0
Spanien	2,0	-11,0	6,3	2,8	0,8	-0,3	1,1	1,0
Niederlande	1,6	-4,0	3,0	2,5	2,7	1,1	1,2	1,5
Österreich	1,4	-7,4	3,0	3,8	1,5	1,4	1,5	1,7
Irland	5,9	2,5	4,0	3,5	0,9	-0,5	0,8	1,5
Portugal	2,2	-7,6	4,7	2,8	0,3	-0,2	0,9	1,5
Griechenland	1,9	-7,5	4,0	3,0	0,5	-0,3	1,0	1,2
Schweden	1,4	-3,0	2,8	3,5	1,8	0,5	1,4	2,0
Norwegen	0,9	-1,3	3,4	2,7	2,2	1,3	2,3	1,8
Polen	4,5	-2,8	3,2	3,8	2,3	3,4	2,1	2,4
Tschechien	2,2	-5,7	2,9	4,0	2,8	3,2	2,0	2,3
Ungarn	4,6	-6,2	3,6	3,3	3,3	3,3	3,2	3,3
Großbritannien	1,4	-9,9	4,7	3,5	1,8	0,9	2,4	2,3
Schweiz	1,1	-3,1	3,2	2,2	0,4	-0,7	0,7	1,2
USA	2,2	-3,5	4,0	3,3	1,8	1,2	3,3	2,5
Japan	0,7	-5,5	2,5	1,5	0,5	0,0	0,2	0,5
Asien ohne Japan	4,7	-0,7	8,4	5,1	2,9	2,6	2,0	3,3
China	5,9	2,3	10,5	5,5	2,9	2,5	1,8	2,5
Indien	4,2	-9,6	9,6	6,2	3,7	5,7	3,8	4,2
Russland	1,3	-3,8	3,0	2,0	4,5	3,4	4,0	3,7
Türkei	0,9	-1,0	4,6	3,7	15,6	10,7	10,0	8,5
Lateinamerika*	1,4	-7,3	4,6	3,0	8,3	6,5	7,2	6,4
Brasilien	1,1	-4,5	4,0	3,0	3,8	2,3	2,6	3,6
Welt	3,0	-3,3	6,1	3,9	2,8	2,2	2,7	3,0

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt; \*Inflation Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research ■