

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
DAX	22.676,41	-404,62
Euro STOXX 50	5.359,42	-129,70
FTSE 100	8.540,97	-214,87
S&P 500	5.599,30	-243,33
Hang-Seng	23.600,31	6,10
MSCI World	3.643,01	-134,63
Öl (Brent-Future)	70,95	1,65
Gold-Future	2.946,80	20,80
Bloomb. Comm. Index	104,45	0,03

Quelle: Bloomberg

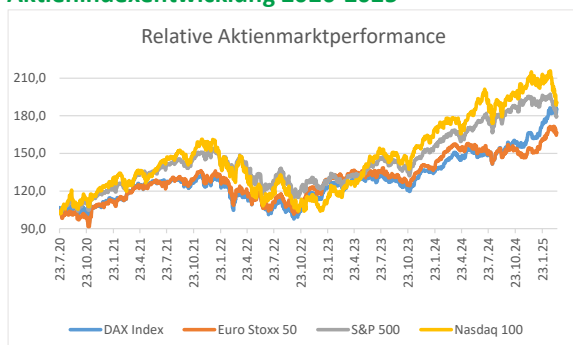
Prognosen: Aktienmärkte

	aktuell	Jun. 25	Sep. 25	Dez. 25	Mrz. 26
DAX	22.676	22.500	23.500	24.000	24.500
Euro Stoxx 50	5.359	5.500	5.650	5.750	5.850
S&P 500	5.599	5.800	5.900	6.000	6.200

Spanne für 12 Monate

DAX	20.000 - 25.000
Euro Stoxx 50	4.900 - 5.900
S&P 500	5.500 - 6.600

Quelle: NATIONAL-BANK

Aktienindexentwicklung 2020-2025

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Research

Dr. Frank Wohlgenuth, CIIA Tel.: 0201 8115 556
 Leiter Research NATIONAL-BANK AG
 Email: frank.wohlgenuth@national-bank.de

Ekkehard Link, CFA Tel.: 0201 8115 558
 Leiter Kapitalmarktanalyse NATIONAL-BANK AG
 Email: ekkehard.link@national-bank.de

Markus Glockenmeier, CFA, CESFi Tel.: 0201 8115 565
 Senior Kapitalmarktanalyst NATIONAL-BANK AG
 Email: markus.glockenmeier@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

Private Banking/Wealth Management:
[Ihre Ansprechpartner](#)

Aktualitäten

Bald sind zwei Monate vergangen, seit die neue US-Regierung ihre Amtsgeschäfte aufnahm und seither mit hoher Geschwindigkeit zahlreiche innen- wie außenpolitisch bedeutsame Änderungen einleitete. Wie auch von den Initiatoren mit Sicherheit beabsichtigt, werden einige dieser Veränderungen Auswirkungen haben, die über die USA weit hinausreichen und u. a. in der Gestaltung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf die Entwicklung der globalen Finanzmärkte Einfluss ausüben werden. Die Zeit erscheint daher geeignet, einen einordnenden Blick auf das bislang stattgefundene bzw. künftig zu erwartende Geschehen zu werfen.

Ein markantes Merkmal der letzten acht Wochen ist die überaus hohe Geschwindigkeit, mit der die neue US-Administration Veränderungen initiiert, ermöglicht vor allem durch das politische Werkzeug der präsidentiellen Dekretierung: Treffend als „flooding the gates“ bezeichnet, soll die Flut präsidentieller Dekrete „shock&awe“ bei politischen Kontrahenten hervorrufen, diese gleichsam lähmen und die Durchsetzung der beschlossenen Maßnahmen beschleunigen bzw. sichern helfen. Ein weiteres Merkmal wurde schon während der ersten Amtszeit von US-Präsident Trump offenbar, der schnelle Wechsel zwischen inhaltlich gegensätzlichen Positionen: Eine politische Forderung oder ein Vorhaben wird erklärt, nur um wenige Tage darauf abgeschwächt oder gar substanziiell umgekehrt zu werden. Aussagen zur künftigen Außenhandelspolitik der USA (Zollerhebung) oder zur Positionierung im Ukraine-Krieg während der letzten Wochen bieten diesbezüglich reichhaltiges Anschauungsmaterial.

Welche Implikationen haben die bisherigen Geschehnisse nunmehr für einzelne Volkswirtschaften und die Kapitalmärkte?**USA**

Die bislang „auf allen Zylindern feuernde“ US-Binnenkonjunktur reagiert mit ersten Abschwächungssignalen, ist aber noch weit von einem ernsthaften Konjunkturrückgang entfernt. Die erratisch anmutende Zollpolitik der neuen US-Administration wirkt jedoch bremsend auf die Konjunkturentwicklung ein und belastet auch zunehmend das Sentiment der Wirtschaftsakteure in den USA. Dies gilt insbesondere für das Unternehmenslager, in dem sich die Stimmung in den letzten Wochen drastisch verschlechtert hat. Einige Auguren malen bereits das Schreckgespenst einer bevorstehenden Rezession an die Wand. Dies erscheint uns merklich übertrieben, wuchs die US-Wirtschaft bis zuletzt doch mit einer stetigen Rate und der Arbeitsmarkt wies im Januar als auch im Februar weiterhin solide Wachstumsraten auf. So wuchs dieser im Februar den 50. Monat in Folge.

Das Problem ist im veränderten Markt sentiment zu verorten, welches sich in den letzten Tagen markant und in nahezu beispielloser Geschwindigkeit eintrübte. Ursächlich dafür ist die chaotische und ohne klare Linie implementierte Handelspolitik der Trump-Regierung, welche zunehmend tradierte Handelspartner vor den Kopf stößt und Befürchtungen auslöst, dass das US-Wachstum durch die Zollvolten merklich in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Hinzu kommen signifikante Unsicherheiten, die mit den massiven Entlassungen im öffentlichen Sektor einhergehen.



Insbesondere die restriktive Handelspolitik lastet auf der Stimmung im Unternehmerlager, erhöht sie doch tendenziell die Preise und bremst zugleich das Wachstum aus. Gerade die US-Notenbank blickt womöglich hinsichtlich der Weiterführung ihrer Geldpolitik einer großen Herausforderung aus einem schwächeren Wachstum und gleichzeitig einem möglicherweise wieder höherem US-Zinsniveau entgegen.

Europa

In Europa steht die konjunkturelle Entwicklung im Spannungsfeld (belastender) US-Zollpolitik und dem Stimulus zunehmender fiskalischer Impulse. Wir erwarten aufgrund letztgenannter eine merkbliche Wachstumsbeschleunigung in Europa, welche jedoch erst ab 2026 ihre volle Wirkung entfalten sollte. In diesem Jahr überwiegen noch die negativen Effekte der US-Zölle sowie der diesbezüglichen Gegenreaktion auf das europäische Wachstum. So hat die EU auf die seitens der USA verhängten Zölle auf Stahl und Aluminium mit Gegenzöllen auf den Import von Whiskey und US-Rindfleisch reagiert. Weitere gegenseitige Handelsrestriktionen sind nicht auszuschließen.

Für 2026 hingegen dürfte sich dieser Saldo in Europa ins Positive wenden. Im Jahr 2025 dürfte der alte Kontinent auf ein reales Wirtschaftswachstum von 0,8-1,3 % p. a. kommen, in Deutschland sollten hierbei 0,0-1,5 % p. a. erreicht werden. Angesichts der volatilen Entwicklung unterliegen diese Schätzwerte einer erhöhten Prognoseunsicherheit.

Das fiskalpolitisch induzierte höhere europäische Zinsniveau hat schon dazu geführt, dass der Euro-Wechselkurs sich spürbar gegenüber dem USD befestigt hat. Dies hat für die europäische Wirtschaft den nachteiligen Effekt, dass die Wettbewerbsfähigkeit nachlässt und daher die positiven Effekte des Fiskalpakts teilweise durch die Verminderung der Exporte konterkariert werden. Eine generelle Trendumkehr hin zu einer ausgedehnten EUR-Aufwertung halten wir unverändert für unwahrscheinlich, momentan befinden wir uns jedoch in einer ausgeprägten Gegenbewegung. Wir adjustieren unsere Prognose auf Jahressicht aufwärts auf einen EUR/USD-Wechselkurs von 1,10.

Zinsen

Aufgrund der Ankündigung des massiven deutschen Fiskalpakets, welches signifikante Investitionen in die Verteidigung und in die Infrastruktur beinhaltet, kam es bei den europäischen Zinsen zu einem deutlichen Aufwärtssprung. Die Renditenstrukturkurve in den USA blieb hingegen relativ unverändert bzw. es kam nur zu geringen Erhöhungen.

Ein global merklich anziehendes Zinsniveau aufgrund des massiven deutschen Fiskalpakets halten wir für sehr unwahrscheinlich, da die Gegenkräfte aufgrund der aktuellen Eintrübung des US-Sentiments, die auf das US-Zinsniveau wirken, enorm sind und daher einem merklich erhöhten US-Zinsniveau entgegenstehen. Über den internationalen Zinsverbund beeinflussen diese Strömungen mittelbar auch das europäische Zinsniveau. Festzuhalten ist auch: Das deutsche Fiskalpaket ist bislang nicht verabschiedet, weitere zähe Verhandlungen sind zu erwarten. Nach einer Verabschiedung werden die Mittel ohnehin nicht in einer Tranche abgerufen, sondern dies erfolgt sukzessive, oftmals erst nach Lieferung der entsprechenden Bestellungen beispielsweise im militärischen Bereich. So ist das von der Ampel-Regierung nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine angekündigte Sondervermögen für die Verteidigung in Höhe von 100 Mrd. Euro bislang nur zu einem geringen Teil abgerufen worden. Die renditesteigernden Effekte des Fiskalpakets werden folglich sukzessive wirken und nicht einmalig. Ebenso wird das angekündigte Infrastrukturpaket nicht einmalig abgerufen, sondern verteilt über die nächsten 10 Jahre.

Nicht zu vernachlässigen sind aber auch resultierende „Crowding-out-Effekte, wonach der Anstieg der Zinsen zu einer Reduktion der privaten Nachfrage führt. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in Europa dürfte sich (in Abhängigkeit von der Entfaltung einer solchen fiskalischen Stimulanz) im Jahresverlauf in einer Spanne von 2,7-3,3 % p.a. bewegen. Auf Jahressicht erwarten wir ein Renditeniveau von 3,1% bei den 10-jährigen Bundesanleihen. Die 10-jährigen US-Pendants sehen wir bei 4,3%.

Geldpolitik

Die Geldpolitik der Notenbanken dürfte auf diese veränderten Perspektiven lediglich maßvoll reagieren. Die US-Inflationsdynamik, die in der Vergangenheit längst gebrochen und abwärts gerichtet war, wird durch künftige Zollerhebungen voraussichtlich wenig beeinflusst. Für das Jahresende 2025 erwarten wir einen Zielwert der US-Konsumpreis-Inflation von ca. 2,00 % p. a. ohne Berücksichtigung der Zollvolten. Eine Zollerhebung stellt einen einmalig wirksamen administrierten Inflationsimpuls dar, zu dessen perpetuierender Wirkung auf die Inflation ständig neue Zoller- und -anhebungen treten müssten, die aus heutiger Sicht nicht zu erwarten sind. Somit dürfte die US-Zentralbank im Jahresverlauf 2025 zwei weitere Leitzinssenkungen à 25 Basispunkte vornehmen, sich dafür aber nach Aussage von Notenbankchef Powell mehr Zeit lassen, als bislang zu erwarten war. Der Grund dafür liegt darin, dass auch die US-Notenbank die Auswirkungen veränderter US-Außenhandelspolitik zunächst abwarten möchte. Die EZB dürfte ihren eingeschlagenen und jüngst bekräftigten geldpolitischen Lockerungskurs ebenfalls fortsetzen, weitere gemessene Leitzinssenkungen erscheinen wahrscheinlich. Trotz aller Sorgen um die US-Wirtschaft: Grundsätzlich blickt die Fed weiterhin auf eine starke US-Wirtschaft, wohingegen die EZB sich

mit einer persistierenden Wirtschaftsschwäche im Euroraum konfrontiert sieht. Diese Diskrepanz wird das Zinsbild der nächsten Jahre prägen und sich natürlich auch auf die weitere Geldpolitik der jeweiligen Notenbank auswirken.

Es ist aber dezidiert festzuhalten: Per gegenwärtigem Stand sind leider alle Annahmen zu möglichen Stimulanzwirkungen, die auf die Umsetzung von Aufrüstungs- und Investitionsprojekte zurückgingen, von extremer Prognoseunsicherheit behaftet: Anhaltende Diskussionen auf europäischer Ebene, die noch nicht einmal begonnene Regierungsbildung in Deutschland und Unklarheiten bzgl. der künftigen Rolle der westlichen Verteidigungsallianz eröffnen ein breites Feld stark divergierender (aber nicht per se unberechtigter) Annahmen. Zudem muss bedacht werden, dass stimulierende Maßnahmen bzgl. der konjunkturellen Aktivität auch gegenteilige Effekte an anderer Stelle auslösen können.

Aktien

Die globalen Aktienmärkte befinden sich in großer Verunsicherung. Exemplarisch dafür ist der steile Anstieg des US-Volatilitätsindex VIX zu nennen, welcher Ausdruck einer signifikant gestiegenen Verunsicherung ist. Erst in den letzten Tagen setzte eine moderate Gegenbewegung ein.

An den US-Aktienmärkten kam es seit Jahresbeginn zu signifikanten Rückgängen der Aktienkurse, gerade die in den letzten Jahren so stark gestiegenen US-Technologieaktien standen an der Speerspitze der Verkäufe. Das ist sicherlich nach den beeindruckenden Kursgewinnen der letzten Jahre kein Beinbruch, aber die Sorgen sind groß, dass das ohnehin bereits angeschlagene Konsumentenvertrauen durch die Kursverluste noch weiter in Mitleidenschaft gezogen wird. Ein mittelbarer negativer Einfluss auf die für die US-Wirtschaft so zentral wichtigen Konsumausgaben ist daher nicht auszuschließen.

Auffällig ist die enorme Diskrepanz zwischen US- und europäischen Aktienmärkten seit Jahresbeginn. So ist in diesem Zeitraum währungsbereinigt das breite US-Indexschergewicht S&P 500 um 10,2% gefallen, der US-Technologieindex NASDAQ um 12,1%. Die europäischen Indizes DAX und Euro Stoxx 50 sind im gleichen Zeitraum um beeindruckende 13,2% bzw. 9,0% gestiegen. Diese Diskrepanz basiert auf verschiedenen Pfeilern: Zum einen profitieren viele europäische Unternehmen vom großen Anteil nicht europäischer Umsätze und koppeln sich folglich von der persistierenden konjunkturellen Schwäche in der Eurozone ab. Zudem kommt die Hoffnung auf eine umfassende „Friedensdividende“ für viele Unternehmen im Euroland, welche möglicherweise mit einem raschen Ende des Krieges in der Ukraine verbunden wäre. Eine solche erscheint jedoch aktuell mit einem sehr hohen Maß an Unsicherheit verbunden. Eine wenigstens kurzfristige Verringerung der Diskrepanz zwischen den US-Aktienmärkten und ihren europäischen Pendanten würde uns daher nicht überraschen. Ein weiterer Stützpfiler der europäischen Aktienhausse ist die Erwartung des Kapitalmarktes, dass die EZB - aufgrund der schwachen Konjunkturlage in der Eurozone - die Zinsen stärker senken muss, als die US-Notenbank, welche auf eine im Vergleich starke US-Wirtschaft blickt.

Es hat sich gerade auch seit dem Beginn des Jahres gezeigt, dass eine internationale Diversifikation ein unverzichtbarer Baustein in jeder Depotzusammenstellung sein sollte. In den letzten Jahren profitierte man diesbezüglich von einer ausreichenden Dotierung der technologielastigen US-Indizes, nunmehr davon, dass man in ausreichendem Maße in Europa respektive Deutschland investiert ist. Wir sind zuversichtlich, dass die Aktienindizes über das Jahr gesehen weiter zulegen werden. Trotzdem reduzieren wir unsere Kursziele für den S&P 500, um der anhaltenden Verunsicherung wegen der Handelspolitik der neuen US-Administration Rechnung zu tragen.

Dr. Frank Wohlgemuth, CIIA/Dipl.-Kfm. Ekkehard D. Link, CFA

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 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.