

**Prognosen: Wachstum (BIP)**

	2022	2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	1,9	-0,3	-0,2	0,1	1,1
Euroraum	3,5	0,4	0,7	0,7	1,1
USA	2,5	2,9	2,8	1,3	1,4
China	3,0	5,2	5,1	4,5	4,0
Welt	3,4	3,3	3,2	2,9	2,9

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Prognosen: Preise (CPI)**

	2022	2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	8,6	6,0	2,5	2,3	2,1
Euroraum	8,4	5,4	2,4	2,2	1,9
USA	7,9	4,1	3,0	3,0	2,7
China	2,0	0,2	0,2	0,5	1,2
Welt	8,2	6,4	5,0	4,2	3,6

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Europa**

	Jul. 24	Okt. 24	Jan. 25	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	45,8	45,0	45,1	48,6
Markit: Dienstleistungen	52,8	51,4	51,6	51,0
EU-Geschäftsklima	-0,5	-0,8	-0,9	-0,7
Insee-Geschäftsklima	99,6	99,4	96,5	96,1
Konsumentenvertrauen	-13,8	-12,8	-14,3	-14,5

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Jul. 24	Okt. 24	Jan. 25	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	88,4	85,5	84,7	86,7
Markit: Verarb. Gewerbe	43,5	40,6	42,5	48,3
Markit: Dienstleistungen	53,1	50,6	51,2	50,9
Auftragseingänge	86,3	88,8	89,0	84,1
GfK-Konsumklima	-21,0	-21,9	-23,1	-24,6

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** Der globale Konjunkturverlauf hat sich bei einem bis zuletzt robusten Welthandel bemerkenswert resilient gezeigt, die Weltwirtschaft sieht sich aber nunmehr abermals massiv gestiegener wirtschaftspolitischer Unsicherheit gegenüber. Maßgeblich hierfür sind die Maßnahmen bzw. Ankündigungen der neuen US-Administration: Die zuletzt verkündeten Maßnahmen wären die größte Zollerhöhung in der US-Geschichte. In toto dürfte der Effektivzoll der USA (Zolleinahmen in % des gesamten Einfuhrwertes) auf über 20 % ansteigen. Die rekordhohen Außenzölle drohen zum einen den Welthandel empfindlich zu dämpfen, zum anderen haben sie das Potenzial, auch die Wirtschaft der Vereinigten Staaten zu destabilisieren: In der Tat haben wichtige Stimmungsindikatoren selbst für das US-Unternehmerlager angesichts der erratischen Wirtschaftspolitik eine scharfe Kehrtwende nach unten vollzogen. Auch für die Länder der Eurozone bedeuten die neuen Zölle eine spürbare Belastung – naturgemäß vor allem mit Blick auf die massive Behinderung im Export in die USA. Während die Geldpolitik aufgrund des handelspolitisch induzierten höheren Preisdrucks zumindest b.a.w. weniger stark gelockert werden kann, gehen von der Finanzpolitik der führenden Industrienationen demgegenüber allerdings erhebliche Impulse aus, insbesondere weil die Rüstungsausgaben in vielen Ländern angesichts der veränderten geopolitischen Konstellation stark ausgeweitet werden. Auch in der Eurozone wird die Zunahme der öffentlichen Investitionen in den Bereichen Infrastruktur und Verteidigung für sukzessive steigende Konjunkturimpulse sorgen. Grundsätzlich werden von der konjunkturellen Entwicklung in den Schwellenländern Asiens weiterhin maßgebliche Impulse ausgehen - sowohl in China als auch in Indien zieht die Konjunktur nach ausgeprägten auch binnenwirtschaftlichen Schwächephasen wieder an. Aber auch hier dürfte eine vollständige Implementation der US-Zölle erhebliche Wirkungen entfalten: Unserer Einschätzung nach könnte sich das Wachstum in China – isoliert betrachtet – von zuletzt geschätzten 4,8 % auf nunmehr um 4,0 % verringern, allerdings dürfte die chinesische Führung mit massiven staatlichen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen gegensteuern. Im Ergebnis sehen wir derzeit gesamtwirtschaftliche Wachstumsraten von 4,5 % für das laufende Jahr als plausibel an. Indien kommt mit zusätzlichen Zöllen von 26 % vergleichsweise glimpflich davon, das Wachstum des Landes könnte im laufenden Jahr mit 6,1 % noch sehr solide bleiben. Insgesamt könnte sich die globale Wirtschaftsleistung (Berechnungsbasis: Kaufkraftparitäten) auf Werte um 2,9 % verringern, deutlich unterhalb langjähriger Durchschnittswerte. Auch im kommenden Jahr sollte der globale Zuwachs in etwa auf diesem Niveau liegen.



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	5024	-560,75
10Y US T-Notes	4,3	0,20
DAX Index	19692,6	-2698,2
Nikkei	31714	-4.012
Hang Seng	20264	-2.942
Öl (Brent-Future)	60,9	-12,43
Gold-Future	3061	-129,20
EUR / USD	1,102	0,02
EUR / GBP	0,859	0,03
EUR / JPY	160,09	-1,95

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jul. 25	Okt. 25	Jan. 26	Apr. 26
Fed Funds	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
3M-USD-Libor	4,85	4,60	4,24	3,99	3,72
2J Treasuries	3,76	3,74	3,77	3,84	3,91
5J Treasuries	3,98	3,92	3,97	4,05	4,12
10J Treasuries	4,35	4,20	4,26	4,33	4,39
Tendersatz	2,65	2,40	2,15	1,90	1,90
3M-Euribor	2,29	2,04	1,80	1,57	1,54
2J Bundesanleihen	1,73	1,77	1,81	1,91	2,00
5J Bundesanleihen	2,10	2,08	2,18	2,29	2,40
10J Bundesanleihen	2,61	2,60	2,68	2,82	2,92

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jul. 25	Okt. 25	Jan. 26	Apr. 26
USD	1,10	1,08	1,09	1,10	1,12
CHF	0,93	0,95	0,96	0,96	0,99
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
NOK	12,08	11,60	11,50	11,40	11,40
SEK	11,03	11,00	10,90	10,80	10,70
AUD	1,83	1,80	1,82	1,84	1,88
NZD	1,98	1,89	1,91	1,93	1,96
CAD	1,57	1,55	1,57	1,59	1,62
JPY	160	160	161	162	165
Renminbi	8,11	7,83	7,91	7,99	8,14

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

In den USA ist die anfängliche Euphorie nach dem Wahlergebnis zugunsten Donald Trumps selbst in Teilen der Kern-Wählerschaft rasch verfliegen. So übertrifft das Ausmaß der Dysfunktionalität des wirtschaftspolitischen Kurses der Trump-Administration mittlerweile selbst die pessimistischsten Annahmen, eine Konvergenz in Richtung ökonomischer Ratio war zumindest bis dato nicht zu erkennen. Studien zu den Effekten von Zöllen belegen hier stets eindeutig, dass die volkswirtschaftlichen Kosten eine exponentielle Funktion des Adressatenkreises sind und somit eigentlich ein enormer Anreiz besteht, die Handelszölle möglichst eng zu fassen. Die Zollpolitik der Trump-Regierung und die Gegenmaßnahmen der Handelspartner erschweren das Geschäft der Unternehmen, die direkt oder indirekt in die globalen Produktionsnetzwerke integriert sind. Die Importzölle erhöhen die Produktionskosten, und die Verkäufe im Inland und Ausland können deshalb oder aufgrund von Gegenzöllen sinken. Eine Umstellung der Produktionsprozesse auf weniger ausländische Vorleistungen oder Ersatz ausländischer Endprodukte durch einheimische Produktion wäre allenfalls längerfristig möglich. Selbst wenn entsprechende Investitionen getätigt werden, ist ein solcher Strukturwandel mit erheblichen gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverlusten verbunden: Im Kern verzichten die Amerikaner auf die Vorteile der internationalen Arbeitsteilung, was ihre wirtschaftliche Stellung in der Weltwirtschaft weiter erheblich schwächen dürfte. Mehr und mehr dürften die USA also vor allem sich selbst schaden.

Bis dato hatte sich die US-Konjunktur noch sehr robust gezeigt – bereits jetzt zeichnet sich aber immer deutlicher ab, dass die US-Wirtschaft schon relativ zeitnah von den handelspolitischen Maßnahmen erheblich geschwächt werden dürfte. Dabei geht ein Gutteil der Effekte bereits von der Erwartungsrevision von Wirtschaft und Verbrauchern aus: Viele Stimmungsindeces haben eine abrupte Kehrtwende vollzogen, selbst im US-Unternehmerlager scheint mittlerweile der Pessimismus eindeutig zu überwiegen. Aber auch die Stimmung der US-Konsumenten hat zuletzt erheblich gelitten. Aus unserer Sicht hat der Prozess der Schwächung der US-Konjunktur somit bereits auf breiter Front eingesetzt. Die abermals massiv erhöhte Unsicherheit dürfte dazu führen, dass sich Unternehmen und Verbraucher nun noch mehr zurückhalten. Zudem verringern die Preissteigerungen das Realeinkommen der Verbraucher, was den privaten Konsum zusätzlich bremst. Zwar zeigte sich der US-Arbeitsmarkt mit Blick auf die Beschäftigungsentwicklung bis zum März noch robust, aber auch hier haben mehrere bedeutsame Frühindikatoren seit dem Jahreswechsel auf einen massiven Rückgang der Arbeitskräftenachfrage verwiesen: Zweifellos sind die Risiken für die US-Wirtschaft erheblich gestiegen. Dabei besteht

durchaus die Gefahr, dass sich die abwärts gerichtete Dynamik vieler Bereiche der Wirtschaft im weiteren Verlauf gegenseitig verstärkt. Wir gehen auf dem aktuellen Stand bei sehr hohen Prognoserisiken davon aus, dass die US-Wirtschaft im laufenden Jahr mit Zuwachsraten um 1,3 % expandieren kann – dies entspräche ausgehend von den IWF-Schätzungen zu Jahresbeginn 2025 mehr als einer Halbierung des Wirtschaftswachstums. Mit Blick auf das kommende Jahr sehen wir mit gesamtwirtschaftlichen Zuwächsen um 1,4 % einen fast analogen Zuwachs des US-amerikanischen Bruttoinlandsproduktes: Sollte Präsident Trump an seiner Handelspolitik festhalten, überwiegen derzeit klar die Abwärtsrisiken für diese Projektionen.

Auch in der Eurozone mindern geopolitische Spannungen und die handelspolitischen Risiken das Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern und dämpfen somit die Wirtschaftstätigkeit. Zwar haben sich die Vertrauensindikatoren in den ersten beiden Monaten dieses Jahres leicht erholt, sie liegen jedoch weiter unter ihren langjährigen Durchschnittswerten. Der weitere Konjunkturverlauf wird auch in der Eurozone maßgeblich davon abhängen, ob die signifikante Eintrübung der ökonomischen Perspektiven in den USA letztlich nicht doch einen handelspolitischen Kurswechsel der US-Administration erzwingt, oder ob sich die Erosion des Welthandelsregimes ungebrochen fortsetzt. Offen bleibt auch, ob sich die globale Industrieproduktion weiter erholen und die wirtschaftliche Entwicklung insbesondere in den nordeuropäischen Industrieländern beleben kann. Demgegenüber dürfte die Zunahme der öffentlichen Investitionen, nicht nur im Zusammenhang mit den Verteidigungsausgaben, für allmählich zunehmende Konjunkturimpulse seitens der öffentlichen Hand sorgen. Darüber hinaus dürften die Wirkungen der bis dato ausgesprochen restriktiven Geldpolitik der EZB allmählich nachlassen. Für 2025 rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,7 Prozent, für 2026 erwarten wir einen Zuwachs um 1,1 Prozent und bleiben mit unseren Projektionen somit unter dem Konsensus: Es ist aus unserer Sicht davon auszugehen, dass es bereits in der kurzen Frist zu einer deutlichen Verschlechterung der Stimmungsindices für die Eurozone kommen wird. Hierbei dürfte auch die mittlerweile spürbare Aufwertung des Euro, mit der sich die retardierenden Impulse von den USA auf die Eurozone übertragen, zu einer im Verlauf deutlich schwächeren Entwicklung des gesamteuropäischen Datenkranzes führen.

**Zinssätze** Naturgemäß hat die Handelspolitik der US-Administration auch an den internationalen Rentenmärkten für eine erhebliche Zunahme der Unsicherheit bzw. Volatilität geführt: Nach einem spürbaren Zinsanstieg zu Jahresbeginn, der der Erwartung deutlich höherer staatlicher Defizite sowie einer hartnäckigeren Inflationsentwicklung geschuldet war, sind die Zinssätze mit Blick auf die zunehmenden Gefahren für das Wachstum am US-Leitmarkt mit Werten unterhalb von 4 % wieder stark gefallen. Zuletzt kam es dann abermals zu einer relativ scharfen Kehrtwende in Form eines spürbaren Zinsanstiegs als die internationalen Rentenmärkte offenkundig begannen, den „Safe-Haven-Charakter“ US-amerikanischer Treasuries in Frage zu stellen. Dieser jüngste Zinsanstieg stand aber offenkundig auch in Zusammenhang mit Notverkäufen diverser US-Hedge-Fonds, insofern bleibt u.E. noch abzuwarten, als wie nachhaltig er sich erweist. Die Märkte reagieren somit auf die unterschiedlichen Implikationen der aggressiven US-Politik für den weiteren Kurs der internationalen Geldpolitik. Im Kern entfalten die jüngst angekündigten Maßnahmen in der Tat extrem gegenläufige Effekte mit Blick auf die Zielgrößen der Notenbanken: Auf der einen Seite drohen die umfangreichen Zollerhöhungen zumindest temporär zu einem erheblichen Preisschub zu führen. Wenn die USA Zölle auf ausländische Waren erheben, verteuern sich diese Produkte am US-Markt. Unternehmen, die auf Importe angewiesen sind, geben die höheren Kosten zumindest zum Teil an die Verbraucher weiter. Dies betrifft nicht nur US-Konsumenten, sondern auch internationale Lieferketten. Wenn ein Teil dieser Lieferketten durch Zölle teurer oder gestört wird, verteuert sich das Endprodukt weltweit. Das erhöht die Produktionskosten auch in anderen Ländern. Schließlich preisen die Märkte auch die mittelfristigen Folgen des zunehmenden Protektionismus rund um den Globus ein. Bereits die Erwartung eines dauerhaften Regimewechsels beim internationalen Handel – etwa durch dauerhaft steigende Produktionskosten - kann durch die Antizipationseffekte weltweit zu einem allgemeinen Anstieg der Inflation führen. Auf der anderen Seite mehren sich bereits jetzt massiv die Anzeichen dafür, dass die USA sich realwirtschaftlich vor allem selbst schaden werden: Wie von uns diesbezüglich bereits seit Langem betont, zeigt der empirische Befund sehr eindeutig, dass die volkswirtschaftlichen Kosten wesentlich von der Zahl der mit Zöllen belegten Handelspartner abhängen. Da die USA mit ihrer Zoll-Politik voraussichtlich nunmehr mit die weltweit höchsten Außenzölle erheben und quasi einen Handelskrieg mit der gesamten Welt begonnen haben, sind auch die volkswirtschaftlichen Kosten für die US-Wirtschaft mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit besonders ausgeprägt.

Der weitere Zinsverlauf am US-amerikanischen Leitmarkt wird nun maßgeblich von der Reaktion der US-Notenbank abhängen, der nunmehr die extrem komplexe Aufgabe obliegt, den Saldo aus den vielschichtigen Wirkungen der „Trumponomics“ auf ihre Zielgrößen zu ziehen. Naturgemäß wird die Fed daher zunächst eruieren wollen, wie sich die US-Wirtschaft im weiteren Verlauf im Einzelnen konkret entwickeln wird. Daher machte Fed-Chef Powell zuletzt auch ungewöhnlich energisch deutlich, dass die US-Notenbank nicht überstürzt auf die umfassenden Zölle der Trump-Regierung oder auf die Turbulenzen auf den Finanzmärkten reagieren würde, sondern abwarten wolle, bis mehr Klarheit über diese Maßnahmen bzw. deren Wirkungen bestünde. Dabei betonte er auch, dass die Zentralbank angesichts der weiterhin hohen Inflation die Pflicht habe, dafür zu sorgen, dass ein vorübergehender Preisanstieg durch Zölle nicht zu einem dauerhaften Effekt werde. Die US-Notenbank muss hier vor allem dafür Sorge tragen, dass es nicht zu einer - sich womöglich noch selbst verstärkenden - Entankerung der Inflationserwartungen kommt. In der Tat haben die umfragebasierten Inflationserwartungen für die US-Wirtschaft mit Blick auf die Preisefekte der Zölle seit der Wahl Trumps wieder spürbarer zugelegt. Der vergleichsweise rasche Rückgang der Inflation von den coronabedingten Höchstständen war in den letzten Jahren hier auch dadurch erleichtert worden, dass die Inflationserwartungen fest verankert geblieben waren. Zweifellos sind die Gefahren für die Preisniveaustabilität in den USA insbesondere auf die kürzere Frist spürbar gestiegen.

Allerdings muss die amerikanische Notenbank natürlich auch ihrem zweiten gesetzlichen Ziel Rechnung tragen: Die Gefahren, die von der Zoll-Politik der US-Administration für das reale Wachstum bzw. die möglichst hohe Beschäftigung ausgehen, sind wie geschildert erheblich. Sollte die US-Wirtschaft in den beiden kommenden Jahren tatsächlich deutlich unterhalb des Potenzialpfades expandieren oder käme es gar zu einer Rezession, dürfte die Arbeitslosigkeit spürbar zulegen. Das deutlich schwächere Wirtschaftswachstum wird zudem in der mittleren Frist ohnehin eine erhebliche Dämpfung der Inflation bewirken. Da das Gros der tarifären Effekte temporärer Natur sein dürfte, entstünde somit mittelfristig möglicherweise sogar die Gefahr des Unterschießens der Inflation. In diesem Zusammenhang bleibt hier insbesondere festzuhalten, dass einige Frühindikatoren für den US-amerikanischen Arbeitsmarkt bereits seit der Jahreswende auf eine erhebliche Abnahme der Dynamik schließen lassen: Sollte der US-Arbeitsmarkt hier in etwa proportional zum Verlauf der vorlaufenden Indices reagieren, würde sich der Inflationsdruck aus der bisherigen Übernachfrage am Arbeitsmarkt durchgreifend vermindern. Gerade mit Blick auf die scharfe Abwärtsdynamik vieler Frühindikatoren für die Gesamtwirtschaft ist es somit erstmals seit dem Ende der Pandemie durchaus wahrscheinlich, dass die Arbeitskräftenachfrage das Arbeitsangebot perspektivisch erheblich unterschreitet. Da die Lohndynamik die letztlich maßgebliche Determinante für den unterliegenden Preistrend in den USA ist, wäre dies voraussichtlich der seit Langem erwartete „Game-changer“ auch für das globale Zinsniveau: Zumindest die Inflationsentwicklung wäre dann für die US-Notenbank keine bindende Restriktion mehr und sie könnte sich mit ihrer Zinspolitik vor allem am US-Wachstum orientieren. Eine solche Entwicklung spräche also für eine deutlich expansivere Geldpolitik der US-Notenbank.

Im Ergebnis überwiegen mit zunehmendem Zeitbezug die dämpfenden Effekte sowohl für das Wachstum als auch für die Inflation: Mehr und mehr zeichnet sich somit ab, dass die Wachstumseinbußen rund um den Globus so erheblich sein könnten, dass die Geldpolitik im Saldo expansiver agieren muss als bislang erwartet. Beleg dafür ist insbesondere auch der Umstand, dass die marktimpliziten Inflationserwartungen zuletzt spürbar gesunken sind: Bei länger laufenden diesbezüglichen Marktbarometern wie dem vielbeachteten 5-jährigen Inflationsswap sind die marktimpliziten Inflationserwartungen mittlerweile auf den tiefsten Stand seit rund drei Jahren gefallen: Zumindest die Kapitalmärkte gehen also klar davon aus, dass die tarifären Effekte temporärer Natur bleiben und die Fed – zumindest im aktuellen Szenario – weitere Spielräume für Zinssenkungen hätte. Bliebe Präsident Trump also bei seiner harten handelspolitischen Linie sind – perspektivisch – eher zusätzliche Zinssenkungen zu erwarten. Allerdings wird sich die US-Notenbank – wie Fed-Chef Powell unmissverständlich klarstellte – hier nicht zu Schnellschüssen hinreißen lassen und zunächst weiter abwarten wollen. Gerade auch angesichts des zunehmenden Drucks auf die geldpolitische Verfasstheit der USA dürfte die US-Notenbank also zunächst sehr genau abwägen wollen, welche geldpolitischen Signale sie aussendet. Dabei dürfte die US-Notenbank auch zunehmend ins Kalkül nehmen, inwieweit die Solidität der US-amerikanischen Staatsfinanzen durch die Politik Trumps in Frage gestellt wird. Wir gehen b.a.W. von drei weiteren Zinsschritten der US-Notenbank in den kommenden 12 Monaten aus, in der Tendenz dürfte sich der Druck auf die US-Notenbank zu weiteren expansiven Maßnahmen aber weiter erhöhen. Die zehnjährigen US-Renditen sollten im Saldo der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 4,4 % liegen.

Grundsätzlich dürften die ökonomischen Wirkungen der US-Zölle für die Eurozone geringer ausfallen als für die US-Wirtschaft. Zudem dürften von den beschlossenen Fiskalpaketen erhebliche Nachfragewirkungen ausgehen. Gleichwohl besteht der Eindruck, dass die Mehrheit der Mitglieder des EZB-Rates die absehbare geldpolitische Lockerung möglichst zügig umsetzen will, um dadurch die erhöhten Risiken des wirtschaftlichen Ausblicks für die Länder der Eurozone abzumildern: In der Tat sind auch die marktimpliziten Inflationserwartungen für die Eurozone in den letzten Tagen mit einem Rückgang von rund 40 Basispunkten erheblich gesunken. Wir erwarten deshalb zunächst Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten im April und Juni. Danach wird es darauf ankommen, wie stark die dämpfenden Effekte der US-Zollrunde auf die Länder der Eurozone tatsächlich ausfallen werden. Dabei dürfte auch die Wechselkursentwicklung eine Rolle spielen, da sie die Schwächeimpulse der USA auf die Eurozone überträgt. Im Ergebnis werden – sofern sich an der US-Handelspolitik nicht maßgeblich etwas ändert – somit weitergehende Maßnahmen der EZB durchaus wahrscheinlich. Auf Sicht der nächsten 12 Monate halten wir einen dritten Zinsschritt daher perspektivisch für zunehmend wahrscheinlich, die EZB wird nach der Jahresmitte aber voraussichtlich zunächst abwarten wollen, ob sie abermalige Senkungen des Einlagensatzes unter die Schwelle von 2,0 % in Angriff nehmen will. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte auf Jahressicht bei Werten um 2,9 % liegen.

### Credit Spreads

Auch die europäischen Risikoprämien sind im Zuge der umfangreichen Marktturbulenzen erheblich gestiegen. So notierten die Spreads zuletzt bei Werten von über 80 Basispunkten. Nach unserer Einschätzung ist der enorme Anstieg der Risikoprämien grundsätzlich vollkommen angemessen: Naturgemäß kann sich bei einem solchen „risk-off“ kein Marktsegment dem allgemeinen Trend entziehen. Wir sehen die fairen Werte für die Spreads derzeit allerdings rund 10 Basispunkte tiefer.

### Devisenmärkte

Es sind unruhige Zeiten für den transatlantischen Wechselkurs. Der US-Dollar hatte nach der Wahl Donald Trumps spürbar aufgewertet, da die Regierungszeit von Trump zunächst mit tendenziell höherer Inflation und daher höheren Zinsen sowie einem dynamischeren Wirtschaftswachstum verbunden schien. Danach setzte eine umfangreiche Korrektur ein, die im Kern auf zwei Faktoren zurückzuführen war: Zum einen führte die Ankündigung des großen Fiskalpaketes in Deutschland zu einer Erwartungsrevision hinsichtlich der Zinsentwicklung in Deutschland und Europa. Zum anderen wurde immer deutlicher, dass Trumps Zollpolitik so extrem ausfallen würde, dass sich das internationale Zinsgefüge vollkommen atypisch zugunsten der Europäer verschieben dürfte. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass der Euro infolge eines sinkenden US-Zinsvorsprungs mittelfristig weiter aufwerten wird. In der Aggregation sehen wir den Wechselkurs des Euro zum US-Dollar im Saldo unserer Analysen der maßgeblichen Wechselkursdeterminanten auf Basis der aktuellen Datenlage als derzeit annähernd gleichgewichtig an. Im Saldo dürften sich die Fundamentalfaktoren aber grundsätzlich weiterhin zugunsten des Euros verschieben, die Unsicherheit bleibt aufgrund der extremen Bewegungen sowohl der Fundamentalfaktoren als auch der Finanzmärkte allerdings mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet. Wir gehen in der Jahresprojektion von Kursen um EURUSD 1,12 aus.

**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.