

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

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	4,1	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	85,4	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

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 Ausblick ist weiterhin mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet: Zwar hat US-Präsident Trump in den letzten Tagen und Wochen diverse Ausnahmen und ein 90-Tages Moratorium von den bisher beschlossenen Zoll-Maßnahmen verkündet, so dass sich der effektive US-Außenzoll zumindest temporär etwas ermäßigt. Die immer erratischere Wirtschaftspolitik schafft aber eine erhebliche Unsicherheit bei Wirtschaft und Verbrauchern rund um den Globus. In der Summe verweisen die jüngsten Beschlüsse der Trump-Administration auf effektive Zollsätze um 18 % - dabei haben wir die voraussichtliche Anpassung der Handelsströme im Rahmen der Handelsumlenkung durch die US-Zölle berücksichtigt. Grundsätzlich gilt allerdings, dass eine solche Zoll-Erhöhung in ihrer ökonomischen Wirkung extrem schwer zu quantifizieren ist, weil sie in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte quasi beispiellos ist und Jahrzehnte der Handelsliberalisierung devalidiert. Aus unserer Sicht ist aber jetzt schon absehbar, dass die ökonomischen Effekte vor allem für die US-Wirtschaft massiv sein werden: Mehr und mehr bestätigt sich somit unsere Einschätzung, dass sich das Land, das am meisten Zölle gegenüber dem Ausland erhebt, letztlich am schlechtesten stellt. Zu der immer unübersichtlicheren amerikanischen Wirtschaftspolitik gesellt sich noch ein geopolitisches Umfeld, das immer instabiler wird: Vor dem Hintergrund des Politikwechsels in den USA sind insbesondere in Europa neue sicherheitspolitische Herausforderungen entstanden. Die avisierten Ausgabenprogramme für die Verteidigung und die Infrastruktur werden die Konjunktur zwar stützen, letztlich geht der Wegfall der Friedensdividende aber mit einem erheblichen Wohlfahrtsverlust für die Länder des Euroraumes einher.

In den USA stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion zum Jahresende 2024 noch einmal überraschend kräftig an: Während der private Konsum spürbar ausgeweitet wurde, verzeichneten die Bruttoanlageinvestitionen erstmals seit zwei Jahren einen Rückgang. Der massive Einbruch der Stimmungsindices hat sich unterdessen weiter fortgesetzt, insbesondere das Verbrauchervertrauen ist stark gesunken. Es bleibt nun abzuwarten, wie sich die erhebliche Schwächung der Vermögenspositionen des privaten Sektors auf den Konsum auswirkt. Auch die Unternehmen wurden durch die Wirtschaftspolitik der neuen US-Regierung verunsichert, wie die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe oder der entsprechende Teilindex des ISM-Einkaufsmanagerindexes zeigen. Der Arbeitsmarkt zeigte sich zwar noch relativ solide, könnte aus unserer Sicht allerdings vor einer größeren Trendwende stehen: Wir halten es für gut möglich, dass die US-Arbeitskräftenachfrage bereits in den kommen-



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	5367	67,00
10Y US T-Notes	4,3	0,02
DAX Index	21803,8	550,1
Nikkei	35039	662
Hang Seng	21910	443
Öl (Brent-Future)	66,4	0,37
Gold-Future	3351	-6,30
EUR / USD	1,138	0,00
EUR / GBP	0,855	0,00
EUR / JPY	162,29	0,41

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jul. 25	Okt. 25	Jan. 26	Mai. 26
Fed Funds	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
3M-USD-Libor	4,85	4,60	4,24	3,99	3,99
2J Treasuries	3,83	3,82	3,83	3,89	3,94
5J Treasuries	3,97	3,96	4,00	4,07	4,14
10J Treasuries	4,34	4,23	4,28	4,35	4,42
Tendersatz	2,40	2,15	1,90	1,90	1,90
3M-Euribor	2,16	1,92	1,67	1,64	1,62
2J Bundesanleihen	1,70	1,82	1,82	1,88	1,94
5J Bundesanleihen	2,01	2,11	2,16	2,23	2,30
10J Bundesanleihen	2,47	2,61	2,64	2,68	2,80

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jul. 25	Okt. 25	Jan. 26	Mai. 26
USD	1,14	1,11	1,12	1,13	1,14
CHF	0,94	0,91	0,91	0,92	0,92
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
NOK	11,88	11,60	11,50	11,40	11,40
SEK	10,95	11,00	10,90	10,80	10,70
AUD	1,78	1,73	1,75	1,76	1,77
NZD	1,91	1,85	1,86	1,87	1,88
CAD	1,58	1,53	1,54	1,55	1,56
JPY	162	157	157	158	158
Renminbi	8,30	8,08	8,14	8,19	8,25

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

den sechs Monaten erstmals seit dem Ende der Pandemie unter das Arbeitsangebot fällt: In einem Umfeld extremer wirtschaftlicher Unsicherheit dürfte die Arbeitskräftenachfrage von ihrem ohnehin bereits niedrigen Niveau weiter zurückgehen. Gerade die Zunahme der Arbeitslosigkeit böte hier die Chance, dass die Dysfunktionalität der Trumpschen Politik auch für ein breiteres Publikum erheblich transparenter würde: Nach wie vor bleibt somit zu hoffen, dass der Gegendruck aus der US-Innenpolitik weiter zunimmt und letztlich wieder mehr ökonomische Ratio Einzug halten kann. Auf Basis der aktuellen Daten halten wir für das laufende Jahr US-Wachstumsraten um 1,3 % für realistisch, dies freilich unter der Prämisse, dass es bei den hohen effektiven Zinssätzen bleibt. In diesem Szenario dürfte das US-BIP auch im kommenden Jahr mit einem Zuwachs von 1,4 % nur sehr moderat expandieren können.

Im Euroraum war die Konjunktur im Jahr 2024 moderat aufwärtsgerichtet. Die gesamtwirtschaftliche Expansion schwächte sich allerdings von 0,4 % im dritten auf 0,2 % im vierten Quartal 2024 ab, wobei sich die Entwicklung in den Mitgliedstaaten merklich unterschied. Im Kern verzeichnen die nordeuropäischen Industrienationen eine ausgeprägte Schwächephase, während die Länder Südeuropas vor allem dank eines bis zuletzt ungebrochen lebhaften Tourismus weiterwachsen konnten. Die in Deutschland beschlossenen höheren Ausgaben für die Bereiche Infrastruktur und Rüstung und die angekündigten gesamteuropäischen Verteidigungsprogramme haben die Stimmung im Euroraum zwar etwas aufgehellt. Das Gros der gesamteuropäischen Frühindikatoren verweilte aber bis zuletzt auf einem weit unterdurchschnittlichen Niveau. Kurzfristig dürften die Effekte auf die Realwirtschaft auch noch gering ausfallen, da die Planung und Umsetzung von Projekten Zeit in Anspruch nimmt und Kapazitäten erst geschaffen werden müssen. Zudem wird die Handelspolitik der neuen US-Regierung die europäische Konjunktur aufgrund höherer Zölle und der gestiegenen Unsicherheit erheblich belasten. Trotz einer verbesserten Auftragslage dürfte die Auslandsnachfrage nach europäischen Industriegütern zudem wohl gedämpft bleiben, da letztere durch hohe Energiepreise teuer sind und die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland spürbar gesunken ist. Gestützt wird die Konjunktur im Euroraum hingegen von einer vergleichsweise robusten Inlandsnachfrage, die sowohl von der weniger restriktiven Geldpolitik als auch von zunehmenden Realeinkommen getragen wird.

Insgesamt wiegen die strukturellen Probleme des Euroraumes aber sehr schwer - so hat sich der gesamteuropäische Wachstumspfad seit dem Beginn des Ukraine-Krieges halbiert: Seit dem Sommer 2022 ist die Eurozone mit einem annualisierten Zuwachs von nur

noch 0,5 % p.a. gewachsen, nochmals deutlich langsamer als seit dem Beginn der Corona-Pandemie (+1,0 %, p.a.). Die aufgelegten Programme der öffentlichen Hand werden zwar für Impulse sorgen, letztlich wird die Strukturkrise der nordeuropäischen Industrienationen aber die die konjunkturelle Entwicklung prägende Determinante bleiben: Sofern es nur bei einer leichten Beschleunigung der Industriekonjunktur weltweit bleibt – was angesichts der massiven zusätzlichen Handelshemmnisse wahrscheinlich sein dürfte – ist somit ein wirklicher Aufschwung auch mithilfe erheblicher fiskalischer Impulse nicht in Sicht. Alles in allem dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt in der Eurozone im Jahr 2025 mit 0,7 % ähnlich verhalten expandieren wie im vergangenen Jahr. Im Jahr 2026 dürfte sich die Expansion dann zwar leicht auf 1,1 % beschleunigen, ohne einen spürbaren Aufschwung in der globalen Industrieproduktion dürfte die Belebung der europäischen Konjunktur aber insgesamt blutarm bleiben.

Auf Basis der jüngsten Zahlen ist davon auszugehen, dass der globale Output im laufenden Jahr durch die höheren Zölle erheblich vermindert wird: Gemäß den jüngsten Projektionen des IWF sinken die Zuwächse des BIP in der Gruppe der Schwellen- und Entwicklungsländer von 4,3 % im Jahre 2024 auf nunmehr nur noch 3,7 %. In der Summe bleibt der Wachstumspfad Asiens selbst bei den exorbitant hohen US-Zöllen aber vergleichsweise robust, weil die Emerging Markets insbesondere Asiens ein so hohes Trendwachstum aufweisen und die großen Länder der Region genug wirtschaftspolitische Spielräume haben, um geld- und fiskalpolitisch gegenzusteuern. Demgegenüber verlieren die Industrienationen aufgrund des wesentlich flacheren Wachstumspfad im Vergleich der Jahre 2024 und 2025 rund ein Viertel ihrer Wachstumsleistung: So veranschlagt der IWF die aggregierten BIP-Zuwächse der fortgeschrittenen Volkswirtschaften für das laufende Jahr auf nur noch 1,4 %, nach 1,8 % im Jahre 2024. Die eigentlichen Verlierer sind dabei aber vor allem die Vereinigten Staaten, die somit auch maßgeblich für den Wachstumseinbruch der Gruppe der Industrienationen verantwortlich zeichnen. Dabei sind die Projektionen des Fonds aus unserer Sicht mit US-Zuwächsen um 1,8 % noch deutlich zu optimistisch. Im Ergebnis bleiben die Effekte rund um den Globus zwar erheblich, dank des robusten Wachstumspfad der Schwellenländer aber doch insgesamt beherrschbar: Mit Zuwächsen um 2,8 % wird der Expansionspfad weltweit zwar erheblich gedämpft, von einer globalen Rezession ist die Weltwirtschaft aber doch recht weit entfernt – zum Vergleich: In der Lehman-Krise sank der globale Output um rund 0,4 %, während der Corona-Pandemie sogar um 2,7 %. Für den weiteren Ausblick wird es nunmehr darauf ankommen, wie resilient sich der Welthandel angesichts der massiven Erhöhung der tarifären Handelshemmnisse rund um den Globus entwickeln kann. Bis dato zeigen sich sowohl die Ist-Daten als auch die Frühindikatoren noch robust, dies kann aber auch auf Vorzieheffekte zurückgehen. Schließlich bleibt nunmehr vor allem abzuwarten, wie sich die US-Handelspolitik angesichts der vermutlich immer größeren Schäden für die US-Wirtschaft letztlich konkret darstellen wird.

Zinssätze Nach wie vor sind die Risiken der Trumpschen Wirtschaftspolitik für die internationalen Rentenmärkte erheblich: Da es in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte kaum Präzedenzfälle für eine solch massive Erhöhung der Zölle gibt, sind die Nettoeffekte auf die Zielgrößen der Notenbanken mit einer sehr großen Unsicherheit behaftet. Aus heutiger Sicht ist davon auszugehen, dass die Halbwertszeit der zollbedingten Inflationsimpulse (ca. 80 – 100 Basispunkte) rund ein Jahr beträgt und diese nach zwei Jahren fast vollständig ausgeklungen sein werden. Dies bedeutet aber auch, dass die US-Notenbank zumindest aufs Erste kaum Informationen darüber haben wird, wie persistent die tarifären Effekte letztlich tatsächlich sind. Insofern wird sich die US-Notenbank sehr schwertun, während dieser Phase hoher Unsicherheit signifikante Zinssenkungen vorzunehmen. Demgegenüber verdichten sich derzeit allerdings auch die Anzeichen für eine deutliche Abschwächung am US-Arbeitsmarkt, dergestalt, dass die Zahl der offenen Stellen in den kommenden 6 Monaten – erstmals seit der Covid-Pandemie – unter das Arbeitsangebot fallen könnte. Insofern dürfte eine unveränderte handelspolitische Linie mit Blick auf die massiven realwirtschaftlichen Folgen mit erheblichen inflationsdämpfenden Effekten verbunden sein: Kommt es am US-Arbeitsmarkt tatsächlich zur Trendwende, dürfte sich die bereits klar rückläufige Lohndynamik weiter spürbar verringern. Die Fed hat es also mit einer hochkomplexen Situation zu tun – zudem kann US-Präsident Trump seine Politik ja auch jederzeit wieder ändern. Im Ergebnis wird die Fed nun zunächst zuwarten, wie hoch bzw. persistent die preistreibenden Effekte der Zölle tatsächlich ausfallen werden, um dann mit dem Zinssenkungszyklus fortzufahren. Dies ist aber erst ab der Jahresmitte 2025 zu erwarten. 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 noch weiter erhöhen. Die zehnjährigen US-Renditen sollten im Saldo der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 4,4 % liegen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat wie allgemein bereits erwartet auf der letzten Sitzung des EZB-Rates am 17. April 2025 die Leitzinsen abermals um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25 % gesenkt. Dies war die dritte Zinssenkung in diesem Jahr. Die EZB begründete diesen Schritt vor allem mit zwei Faktoren: dem nachlassenden Inflationsdruck sowie einer anhaltend schwachen wirtschaftlichen Dynamik im Euroraum. Selbst die Kernteuerungsrate sank im März deutlich auf 2,4 %, die weitgefaste Inflationsrate lag mit 2,2 % bereits fast auf dem angestrebten Inflationsniveau von 2,0 %, was der EZB geldpolitischen Spielraum verschaffte. EZB-Präsidentin Lagarde verwies zudem auf die zunehmenden geopolitischen und handelspolitischen Spannungen, die den transatlantischen Handel belasten und sich negativ auf die Exportwirtschaft der Eurozone auswirken könnten. Dabei dürfte zunehmend 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. Wir erwarten zwei weitere Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten, wobei die EZB ab dem Sommer dann längere Zeit zuwarten sollte, wie sich die Daten weiterentwickeln. Danach wird es darauf ankommen, wie stark die dämpfenden Effekte der US-Zollrunde auf die Länder der Eurozone tatsächlich ausfallen werden. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte auf Jahressicht bei Werten um 2,8 % liegen: Mit Blick auf den schwächeren Inflationsausblick haben wir unsere Zins-Projektionen hier leicht ermäßigt.

Credit Spreads Die gesamteuropäischen Risikoprämien sind mit aktuellen Werten um 67 Basispunkten zuletzt wieder gesunken und liegen somit derzeit annähernd exakt auf den von uns berechneten fairen Werten. Nunmehr wird es insbesondere darauf ankommen, wie sich die Zinspolitik der EZB weiterentwickelt: In der Summe sehen wir hier in der Tendenz eher mehr als weniger Maßnahmen der EZB, zudem sollten sich die Risikoprämien auch weltweit eher wieder zurückbilden können.

Devisenmärkte Nach wie vor wird die Wechselkursentwicklung maßgeblich von den jeweils letzten Ankündigungen des US-Präsidenten bestimmt: Jede Eskalation im Handelskonflikt lässt den US-Dollar abwerten, da absehbar ist, dass dies zu einer überproportionalen Schwächung der US-Wirtschaft führen wird. Demgegenüber tendiert der US-Dollar zur Stärke, wenn Verhandlungslösungen in Sicht kommen. Jenseits dessen wird der Wechselkurs natürlich auch weiterhin von den Perspektiven für die Wirtschaft der Eurozone bestimmt: So wertete die Gemeinschaftswährung signifikant auf, nachdem das große Fiskalpaket für Deutschland in Sicht kam. Mittlerweile zeichnet sich allerdings auch ab, dass die stimulierenden Effekte der Fiskalprogramme nicht die Kraft haben könnten, die gesamteuropäische Konjunktur nachhaltig zu stimulieren: Zumindest gemäß auch der jüngeren Entwicklung der Frühindikatoren bleibt die konjunkturelle Dynamik der Eurozone doch sehr verhalten. Zudem scheint sich die Inflation in der Eurozone doch spürbar abzukühlen; bei der hohen Trendstabilität der europäischen Preisprozesse kann es gut sein, dass der Disinflationsprozess überschießt und die EZB noch wesentlich expansiver agieren muss. Unsere Simulationen verweisen auf eine Kernteuerung in der Eurozone zum Jahreswechsel 2025/2026 bereits knapp unterhalb der 2 %-Zielmarke. Insofern wird die EZB sorgsam darauf achten müssen, ob die fiskalischen Impulse letztlich ausreichen, um den dämpfenden Effekten der Zölle auf die Konjunktur entgegenzuwirken. In der Summe bleibt die Wechselkursentwicklung zumindest b.a.W. aber vor allem eine Funktion der wirtschaftspolitischen Entscheidungen der US-Administration. Dabei überwiegt hier schon der Eindruck, dass die Trumpsche Wirtschaftspolitik auch stark emotions- bzw. somit auch stark zufallsgetrieben ist, die Volatilität auf den Währungsmärkten dürfte dementsprechend besonders hoch bleiben. Wahrscheinlichkeitsgewichtet ist – zumindest bis größerer Schaden an der US-Wirtschaft sichtbar wird – nach unserem Dafürhalten davon auszugehen, dass Trump im Grundsatz an seinem wirtschaftspolitischen Konzept festhält und die US-Außenzölle erheblich bleiben. Im Ergebnis dürfte die US-Wirtschaft immer mehr an Leistungsfähigkeit verlieren, so dass sich die Fundamentalfaktoren grundsätzlich weiterhin zugunsten des Euro verschieben werden. In unserem Hauptszenario erwarten wir daher, dass der Euro infolge eines sinkenden US-Zinsvorsprungs mittelfristig weiter aufwerten wird: Auf Basis unserer Simulationen sehen wir auf Jahressicht gleichgewichtige Werte bei Kursen um EURUSD 1,14, und heben unsere Prognosen somit abermals leicht an.

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.