

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Preise (CPI)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Europa

	Okt. 24	Jan. 25	Apr. 25	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	45,0	45,1	48,6	49,5
Markit: Dienstleistungen	51,4	51,6	51,0	50,5
EU-Geschäftsklima	-0,8	-0,9	-0,7	-0,8
Insee-Geschäftsklima	99,4	96,5	95,9	97,3
Konsumentenvertrauen	-12,9	-14,3	-14,5	-15,3

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Okt. 24	Jan. 25	Apr. 25	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	85,4	84,8	86,7	88,4
Markit: Verarb. Gewerbe	40,6	42,5	48,3	49,0
Markit: Dienstleistungen	50,6	51,2	50,9	49,7
Auftragseingänge	88,8	89,0	87,0	87,2
GfK-Konsumklima	-21,9	-23,1	-24,6	-20,0

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 Trotz eines Höchstmaßes an geopolitischen und geoökonomischen Belastungen, hat sich die Weltwirtschaft weiter erstaunlich resilient entwickelt: Bis zuletzt stellten sich die Indices für den globalen Handel weiter bemerkenswert robust dar. Auch der Blick auf die diesbezüglichen Frühindikatoren lässt vor allem hinsichtlich der asiatischen Exporte eine hohe Resilienz erkennen. Insbesondere mehren sich die Anzeichen, dass es den Schwellenländern der Region insgesamt gelingt, ihre Exporte in andere Länder umzulenken. Darauf verweisen zumindest die jüngsten Frachtdaten: So wurden die entsprechenden Containerumschläge in den europäischen Häfen erneut kräftig ausgeweitet, offenkundig liefern chinesische Exporteure ihre Waren verstärkt nach Europa, um den gestiegenen Handelshemmnissen in den USA auszuweichen. Dies dürfte einen wesentlichen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität vor allem Chinas aber auch Indiens, als den wirtschaftlichen Schwergewichten des asiatisch-pazifischen Raumes, leisten.

Insgesamt bleibt mit Blick auf die erheblichen Vorzieheffekte zwar unverändert abzuwarten, inwieweit diese Resilienz im weiteren Verlauf Bestand hat, oder ob dem Welthandel nicht doch noch ein spürbarer Einbruch bevorsteht. In der Summe legen die Daten aber zumindest bis dato nahe, dass unsere Einschätzung bezüglich der Kräfte der Globalisierung grundsätzlich zutreffend ist: Vor dem Hintergrund der extrem hohen Unsicherheiten mit Blick auf die US-Zölle ist der Umstand, dass die globalen Handelsvolumina bis zuletzt so dynamisch expandierten wie eh und je schon sehr bemerkenswert. Jüngste Studien belegen zudem klar und eindeutig, dass der Trend zur stetigen Zunahme der internationalen Arbeitsteilung durch die Massierung der geopolitischen Schocks zwar behindert aber eben nicht unterbunden wird. Bei den Gütern stagniert der Grad der internationalen Verflechtung der Produktion zwar auch aufgrund der in den letzten Jahren erheblich zunehmenden Handelshemmnisse auf hohem Niveau, bei den Dienstleistungen nimmt er hingegen kontinuierlich zu: In der Eurozone liegt etwa der Anteil der Dienstleistungsexporte mittlerweile bei rund 50 Prozent der Gesamtexporte, der Anteil der Exporte an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung hat dabei in den letzten zehn Jahren um 10 Prozentpunkte zugenommen: Die systemischen Kräfte hinter der „Vernetzung der Welt“ trotzen somit auch den derzeit intensiven geopolitischen Belastungen – sie sind wohl die Hauptdeterminante hinter der Resilienz der Weltwirtschaft. Dies sind grundsätzlich insbesondere auch gute Nachrichten sowohl für die Stabilität der Lieferketten weltweit als somit auch für die internationale Preisstabilität: Zumindest bislang bleibt auch hier der Preisdruck trotz des Zollschocks im üblichen Rahmen.



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	6350	55,50
10Y US T-Notes	4,4	0,03
DAX Index	24470,0	214,7
Nikkei	39819	249
Hang Seng	24826	686
Öl (Brent-Future)	70,3	-0,32
Gold-Future	3359	-11,20
EUR / USD	1,164	-0,01
EUR / GBP	0,866	0,00
EUR / JPY	173,08	0,78

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Okt. 25	Jan. 26	Apr. 26	Jul. 26
Fed Funds	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
3M-USD-Libor	4,60	4,35	3,99	3,74	3,74
2J Treasuries	3,90	3,93	3,94	3,86	3,77
5J Treasuries	3,98	4,06	4,10	4,05	3,99
10J Treasuries	4,44	4,37	4,42	4,37	4,31
Tendersatz	2,15	1,90	1,65	1,65	1,65
3M-Euribor	2,02	1,80	1,58	1,57	1,56
2J Bundesanleihen	1,86	1,87	1,78	1,85	1,91
5J Bundesanleihen	2,23	2,17	2,13	2,19	2,25
10J Bundesanleihen	2,69	2,67	2,60	2,67	2,75

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Okt. 25	Jan. 26	Apr. 26	Jul. 26
USD	1,16	1,15	1,15	1,17	1,19
CHF	0,93	0,92	0,91	0,92	0,93
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
NOK	11,98	11,70	11,60	11,55	11,50
SEK	11,25	11,00	10,90	10,80	10,70
AUD	1,79	1,77	1,77	1,79	1,82
NZD	1,96	1,94	1,93	1,96	1,98
CAD	1,59	1,58	1,57	1,60	1,62
JPY	172	170	169	171	172
Renminbi	8,32	8,24	8,23	8,35	8,48

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Die Frühindikatoren für die amerikanische Wirtschaft haben sich jüngst, wenn auch nur marginal, stabilisieren können. Vor allem die Finanzmärkte weisen eine erstaunlich robuste Konstitution auf, die grundsätzlich von einer erheblichen Resilienz der amerikanischen Wirtschaft zeugt. Dreh- und Angelpunkt der weiteren konjunkturellen Perspektiven bleibt vor allem der private Konsum - und hier ist es die Entwicklung am Arbeitsmarkt, die in den kommenden Monaten den Ausschlag geben dürfte: Die Frühindikatoren für die Arbeitskräftenachfrage sinken weiter erheblich ab. Zwar ist es bis zuletzt nicht zu einem durchgreifenden Einbruch des Beschäftigungszuwachses gekommen, insgesamt erscheint die Stimmung der US-Haushalte aber doch zu angeschlagen, als dass dies spurlos an der Wirtschaft vorbeigehen könnte. Unverändert deutet die Struktur der Ausgaben auf einen immer zurückhaltenderen US-Verbraucher hin. Im Gleichschritt zur Entwicklung der Vertrauensindizes werden größere Anschaffungen weiter zurückgestellt. Die tarifbedingt voraussichtlich anziehende Inflation ist Gift für die Konsumneigung des privaten Sektors, da sie dessen reale Kaufkraft untergräbt. Hier steht die Entwicklung ja noch am Anfang – das Gros der Preisschocks, die von den US-Zöllen ausgehen, steht noch aus. Zudem findet mit der Steuerreform noch eine zusätzliche Umverteilung von Kaufkraft statt: Haushalte mit geringerem Einkommen haben generell eine höhere Ausgabenquote bzw. mitunter sogar negative Sparquoten. Dies dürfte den privaten Konsum folglich auch im Aggregat zusätzlich belasten. Wir erwarten daher auch weiterhin, dass die US-Konjunktur in den kommenden Monaten deutlich an Fahrt verliert - obgleich ein wirklicher konjunktureller „Strömungsabriss“ noch nicht zu verzeichnen war, nehmen die Abwärtsrisiken doch weiter klar zu.

Die konjunkturelle Entwicklung in Europa bleibt weiterhin zwar solide aber auch gleichermaßen schwach, gestützt insbesondere auf einen bis zuletzt robusten Arbeitsmarkt: Im Kern dürfte die weiterhin überdurchschnittlich hohe Sparquote wieder sinken und dem Konsum dann zumindest perspektivisch wieder mehr Dynamik verleihen. Ein weiterer positiver Faktor in diesem Sinne ist, dass sich die zugrunde liegende Inflation endlich dem 2 %-Ziel der EZB annähert. Die Aufwertung des Euro und der Rückgang der globalen Energiepreise hatten hier die Terms of Trade der Eurozone verbessert und drückten die Prognose für die Gesamtinflation – ein weiterer positiver Effekt für die Verbraucher. Nach wie vor war den gesamteuropäischen Stimmungsindikatoren aber bis zuletzt keine durchgreifendere Belebung zu entnehmen – sie erholten sich zwar etwas von den zurückliegenden Krisenniveaus, blieben aber in der Summe klar unterdurchschnittlich: Obwohl die Wirtschaft des Euroraums eine Kontraktion bis dato vermieden hat, bleibt die zu-

grunde liegende Dynamik schwach. Der wirtschaftliche Ausblick wird einerseits bestimmt durch die umfangreichen Infrastrukturmaßnahmen und die Steigerung der Ausgaben für die Verteidigung, die zumindest in der mittelfristigen Sicht für Stabilität sorgen. Demgegenüber belasten die drohenden US-Zölle den Ausblick. Da die EU zuletzt signalisiert hatte, einen einseitigen Basiszoll der USA von 10 % zu akzeptieren, gehen wir trotz der jüngsten Eskalation weiterhin von einer Einigung – möglicherweise nach dem Vorbild des Abkommens mit Großbritannien – aus. Die Eurozone wächst in den nächsten Jahren jedenfalls primär aufgrund der binnenwirtschaftlichen bzw. staatlichen Impulse – trotz des resilienten globalen Umfeldes bleibt ein selbsttragender Aufschwung wohl auch weiterhin aus.

Die wirtschaftliche Entwicklung Asiens wird durch die US-Handelspolitik derzeit enorm unter Druck gesetzt. Dennoch bleiben die Volkswirtschaften der Region widerstandsfähig. Vor allem die niedrigere Inflation entlastet Haushalte und Unternehmen. Außerhalb Japans, wo eine Normalisierung der Geldpolitik weiterhin das Ziel ist, werden die Zentralbanken daher die Zinsen weiter senken können, unterstützt durch einen schwächeren US-Dollar. Zudem besteht in den meisten Volkswirtschaften ausreichend fiskalischer Spielraum, um das Wachstum kurzfristig abzufedern. So hat das Wachstum in Festlandchina in diesem Jahr einen guten Start hingelegt, allerdings hat sich die Lockerung der Geldpolitik noch nicht in einer spürbaren Erholung der privaten Ausgaben niedergeschlagen. Zudem stellen die anhaltenden Probleme am Immobilienmarkt weiterhin eine spürbare Belastung dar. Auch in Indien dürfte der Rückgang der Inflation die Kaufkraft der Verbraucher erhöhen, die zwei Drittel des Konsums ausmachen. Dies geschieht zu einem Zeitpunkt, an dem die ländliche Produktion und die Einkommen gestiegen sind, und dürfte dem Konsum einen dringend benötigten Schub verleihen. Darüber hinaus lockert die neue Führung der indischen Zentralbank ihre Geldpolitik rasch. Schließlich blieben die Dienstleistungsexporte, die mittlerweile die Hälfte der Gesamtexporte ausmachen, bis zuletzt stabil. Der indische Export hat sich dabei in den Wertschöpfungsketten spürbar nach oben bewegen können, von einfachsten Dienstleistungen bis hin zu einer Vielzahl von höchstprofessionellen IT-Dienstleistungen. In der Summe dürfte die asiatisch-pazifische Region auch die Handelskrise aufgrund des hohen Trendwachstums ohne größere Friktionen meistern können.

Der globale Ausblick bleibt somit insgesamt hochgradig unsicher, die Risiken für die Prognose sind mannigfaltig und ungebrochen enorm hoch. Nach wie vor bleiben insbesondere die Inflationseffekte der US-Zölle schwer zu taxieren: Aus der ökonomischen Perspektive hat es einen solch starken Anstieg der US-Zollsätze in der jüngeren Vergangenheit nicht gegeben. Mit Blick auf eine im Kern konzeptionslose US-Wirtschaftspolitik bleiben die Event-Risiken erheblich, insbesondere der weitere Kurs in der Handelspolitik ist in höchstem Maße pfadabhängig und somit kaum abschätzbar. In der Summe erwarten wir globale Expansionsraten um 2,9 % in diesem und im kommenden Jahr – sehen aber zumindest derzeit überwiegend Abwärtsrisiken für diese Prognose.

Zinssätze Die internationalen Rentenmärkte bleiben erheblichen Scherkräften ausgesetzt: Auf der einen Seite werden derzeit die inflationsdämpfenden Effekte der wirtschaftspolitischen Unsicherheit wirksam. Dies betrifft die insgesamt sinkende gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die sich in einem sich weiter ausprägenden abwärts gerichteten Kernpreistrend manifestiert. Auf der anderen Seite werden derzeit in besonders zoll-exponierten Bereichen die ersten Ausläufer der US-Handelspolitik spürbar – bis dato überwogen hier die disinflationären binnenwirtschaftlichen Effekte im Saldo deutlich. Gemäß unseren Simulationen ist davon auszugehen, dass der unterliegende Inflationstrend durch die temporären Inflationsimpulse der umfangreichen US-Zölle zwar zunächst überkompensiert wird, jener aber viel deutlicher abwärtsgerichtet bleiben dürfte, als das an den Märkten eskomptiert wird. Die US-Notenbank könnte somit in den nächsten 6-12 Monaten in eine Situation geraten, wo der Kernpreistrend immer mehr Fahrt nach unten aufnimmt, während die tarifären Inflationsimpulse sukzessive ausklingen. Ohnehin dürften letztere auf eine Wirtschaft treffen, die immer weniger ausgelastet ist, so dass die preistreibenden Effekte der Zölle nicht auf so fruchtbaren Boden fallen werden, wie in einer voll ausgelasteten Wirtschaft. Es wird allerdings noch dauern bis der Kräftesaldo hier feststeht. Die Fed wird also zumindest zunächst weiter zuwarten – wir rechnen erst für das vierte Quartal 2025 mit einer weiteren Zinssenkung durch die US-Notenbank. In der Summe gehen wir 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 noch weiter erhöhen.

Auch die EZB wird nach der jüngsten Zinssenkung voraussichtlich zunächst eher abwarten wollen. Allerdings mehren sich insbesondere die Anzeichen dafür, dass sich die Abkühlung der US-Wirtschaft nunmehr

spürbarer auf die Eurozone überträgt: So zeigten sich einige EZB-Offizielle besorgt wegen der Euro-Stärke, da die starke Aufwertung das Risiko eines Unterschießens beim Inflationsziel erhöhe. Dies untermauert unsere Einschätzung, dass die jüngsten EZB-Prognosen eines zwischenzeitlichen Absinkens der Inflation auf 1,6 % von der tatsächlichen Entwicklung noch unterboten werden könnten. Zudem sollte die EZB bedenken, dass von den chinesischen Exporten, die nunmehr wie oben ausgeführt nach Europa umgelenkt werden, erhebliche disinflationäre Impulse ausgehen könnten. Wir erwarten, dass die EZB auf der nächsten Sitzung am 24. Juli die Zinsen unverändert belässt und sie dann aber bereits beim folgenden Treffen im September noch einmal um 25 Basispunkte senkt. Auch mit Blick auf die jüngst beschlossene neue geldpolitische Strategie könnte es sein, dass die EZB zukünftig etwas dezidierter bzw. im Zweifel auch schneller handelt – vgl. die folgenden Ausführungen zur neuen geldpolitischen Strategie der EZB. Die zehnjährigen US-Renditen sollten im Saldo der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 4,3 % liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte auf Jahressicht bei Werten um 2,75 % liegen.

Zur neuen geldpolitischen Strategie der EZB

Der EZB-Rat veröffentlichte jüngst die Neufassung seiner geldpolitischen Strategie, die zuletzt 2021 überprüft worden war - im Einzelnen wurden folgende Kernpunkte beschlossen: Der EZB-Rat erkannte an, dass das Inflationsumfeld potenziell volatiler bleiben wird, mit größeren Abweichungen vom Zielwert in beide Richtungen. Daher bekräftigte er sein symmetrisches Bekenntnis zum mittelfristigen Inflationsziel von 2 %. Die begleitende Formulierung wurde dahingehend geändert, dass eine energische oder anhaltende Reaktion auf große Abweichungen der Inflation vom Zielwert „in beide Richtungen“ zugesichert wird. Der bisherige Fokus auf Inflationsdefizite wurde aufgrund der Leitzinsuntergrenze weiterhin als wichtig erachtet. Der Rat betonte nun jedoch auch die Möglichkeit von Nichtlinearitäten bei der Preisbildung, die zu erheblichen Inflationsschocks führen könnten. Zudem bestätigte die EZB-Führung, dass der Leitzins das wichtigste geldpolitische Instrument sei und dass alle anderen Instrumente, darunter längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Vermögenskäufe, Negativzinsen und Forward Guidance, weiterhin zum Instrumentarium gehörten. Der Rat fügte ferner hinzu, dass neben dem Leitzins auch andere Instrumente nahe der nominellen Untergrenze oder zur Wahrung einer reibungslosen Transmission der Geldpolitik eingesetzt werden können. Die zur Erläuterung beigefügten Hintergrundstudien belegten dabei eine weitgehend positive Einschätzung negativer Zinssätze, Kreditgeschäfte und transmissionsorientierter Vermögenskäufe. Die Bewertung strategieorientierter Vermögenskäufe und insbesondere der Forward Guidance fiel etwas differenzierter aus und betonte die Bedeutung ihrer angemessenen Ausgestaltung. Der Rat erklärte daher, dass der Einsatz unkonventioneller Instrumente weiterhin einer umfassenden Verhältnismäßigkeitsprüfung unterliegen werde. Die EZB-Spitze betonte zudem schließlich die Bedeutung von Risiken und Unsicherheiten bei der Inflationsbeurteilung, was den hohen Stellenwert der verstärkten Verwendung von Szenario- und Sensitivitätsanalysen sowie der kontinuierlichen Überwachung der entsprechenden Kennzahlen der zugrunde liegenden Inflationstrends noch unterstrich.

Unsere Einschätzung

Einmal mehr lässt mit der EZB eine der führenden Notenbanken weltweit die geldpolitischen Erfahrungen und Probleme der letzten Jahre in eine neue Strategie einfließen: In den Jahren 2020-2023 blieb die Geldpolitik – in der Rückschau – insgesamt viel zu akkommodierend. So sanken die Realzinsen bei weitgehend unveränderten Zinsvorgaben in der Folge der post-pandemischen Inflationsbeschleunigung. Kritiker der EZB hatten daher in den letzten Jahren immer wieder betont, dass die EZB wieder stärker regelgebunden agieren und ihre Geldpolitik vor allem kürzerfristig ausrichten müsse: Ein zentrales Charakteristikum etwa vieler tradierter sog. „Taylor“-Modelle ist hier eine sowohl möglichst unverzügliche als auch überproportionale geldpolitische Antwort auf inflatorische Schocks, die gewährleistet, dass die Realzinsen in der Folge der geldpolitischen Maßnahmen auch tatsächlich steigen, um die Inflationsimpulse mit einem Höchstmaß an Effizienz einzuhegen¹. Hintergrund der geldpolitischen Probleme war dabei allerdings insbesondere auch, dass sich die EZB in der Zeit nach der Corona-Pandemie bei der Inflationsprognose erheblich verschätzt und daher die Zinswende zu spät eingeleitet hatte. Deutlich erkennbar will die EZB daher insbesondere den Stellenwert der Inflationsprognose bzw. Modellierung

¹ Die Taylor-Regel ist eine mathematische Formel, nach der die Zentralbank den Leitzins anpasst, basierend auf der Abweichung der Inflation und der gesamtwirtschaftlichen Produktion von ihren als gleichgewichtig angesehenen Zielwerten. Sie stellt einen empirischen Ansatz dar, der sich auf ökonomische Untersuchungen stützt. Im Gegensatz zur Europäischen Zentralbank strebt die amerikanische Zentralbank neben dem Ziel stabiler Preise auch einen hohen Beschäftigungsstand und moderate langfristige Zinsen an.

zukünftig spürbar erhöhen: Auch zur weiteren Verbesserung ihrer Kommunikation mit der Öffentlichkeit sollen künftig deutlich vermehrt Szenarien und Sensitivitätsanalysen einen größeren Stellenwert einnehmen. Dies wird insbesondere auch mit einer gestiegenen Unsicherheit bezüglich des Inflationsumfeldes und den damit einhergehenden größeren Inflationsausschlägen um den Zielwert begründet.

Grundsätzlich ist die Fokussierung der EZB auf die Verbesserung der Analysen und Projektionen insbesondere mit Blick auf die Inflation natürlich strikt zu begrüßen. Allerdings sollte nicht übersehen werden, dass sich selbst die US-Notenbank, die einen vielfach größeren wissenschaftlichen Aufwand treibt als die Europäer, mit Blick auf die Natur der unterliegenden corona-bedingten Preisschocks ebenfalls erheblich unterschätzt hatte. Fast noch schwerer wiegt diesbezüglich, dass die Federal Reserve mit Blick auf das hartnäckige Unterschneiden der Inflation in den Jahren nach der Lehman-Krise just im Jahre 2020 mit einer neu beschlossenen geldpolitischen Strategie angetreten war: Dieser Ansatz, in dessen Rahmen die US-amerikanische Geldpolitik grundsätzlich wesentlich expansiver gestaltet werden sollte, stellte sich dann gerade im Umfeld der Pandemie als kontraproduktiv heraus. Insofern ist hier die Lehre zu ziehen, dass die Struktur des zugrundeliegenden Inflationsprozesses aufgrund der immer wieder aufkommenden Strukturbrüche bzw. Regimewechsel ex ante auch mit erheblichem quantitativem Aufwand sehr schwer zu erkennen ist: Gerade eine regelgebundene Geldpolitik läuft hier grundsätzlich eher Gefahr, diese zu übersehen und in die falsche Richtung zu steuern. Insofern wird die Geldpolitik immer ein stark diskretionäres Element enthalten müssen, wie das in der Praxis sowohl der EZB als auch der US-Notenbank seit Langem ja auch der Fall ist.

Vor diesem Hintergrund wird die neue EZB-Strategie unserer Einschätzung nach per se nicht zu einer grundlegenden Änderung führen, wie der Kurs der Geldpolitik ausgestaltet wird: Vor dem Hintergrund der jüngsten Erfahrungen hat die EZB die Aufwärtsrisiken für die Inflation naturgemäß stärker betonen müssen. Dies ist die Folge der Erfahrungen bzw. geldpolitischen Fehlsteuerungen der letzten Jahre. Allerdings hatte sie die Symmetrie des Inflationsziels bereits im Jahr 2021 verankert. Deutlich spürbar ist die Strategierevision hingegen von dem Bemühen geprägt, frühzeitiger bzw. stärker datenabhängig auf Inflationssschocks zu reagieren. Dies geht darauf zurück, dass das Bewusstsein sowohl über die Bedeutung als auch die Komplexität der Inflationsprognose sicherlich gewachsen ist. Allerdings ist auch dieses Element mittlerweile gut geübte Praxis der führenden Notenbanken weltweit. In den nächsten Monaten wird sich die EZB daher wie zuletzt nicht ex ante auf einen bestimmten Zinspfad festlegen. Eine hohe Datenabhängigkeit zur Begründung der Zinsentscheidungen bleibt somit erhalten. Ob die EZB in Zukunft einen eher expansiveren oder restriktiveren geldpolitischen Kurs durchführen wird, bleibt also b.a.W. offen.

Übersichtstabelle

Thema	Status quo ante (bis Juni 2025)	Revision Juni 2025
Inflationsziel	Symmetrisches Ziel bei 2 % (seit 2021, vorher unter, aber nahe 2 %)	Ziel bleibt bei 2 % Betonung auf kraftvollem und persistentem Handeln bei Abweichungen in beide Richtungen
Geldpolitische Instrumente	Zinsen, Forward Guidance, Assetkäufe, gezielte Kreditprogramme (TLTROs), Transmission Protection Instrument	Alle Instrumente bleiben erhalten, explizite Betonung auf Flexibilität und bedingte Einsatzbereitschaft
Szenarioanalyse, Risikoüberwachung	Makroökonomische Szenarien mit Fokus auf Preisstabilität; Klimarisiken seit 2021 berücksichtigt	Stärkerer Fokus auf geopolitische Fragmentierung, KI-Auswirkungen, Demografie, Klimawandel, neue Sensitivitäts- bzw. Stresstests
Forward Guidance	Explizite Zins- und Anleihe-Leitlinien (Forward Guidance zur Marktsteuerung)	Mehr Flexibilität: Weniger starre Guidance, mehr datenbasierte Entscheidung von Sitzung zu Sitzung
Regelmäßige Überprüfung	Feste Strategie-Überprüfungen seit 2021 alle 5 Jahre vorgesehen	Bestätigung der 5-Jahres-Zyklen, nächste umfassende Revision 2030
Berücksichtigung von Nachhaltigkeit	Klimarisiken und Nachhaltigkeit wurden in der Bilanzpolitik und Risikobewertung berücksichtigt	Bleibt erhalten; keine neuen Zielwerte, aber verstärkte Verankerung in Ankaufsprogrammen und Ratingverfahren
Neutralzins-Diskussion	Neutralzins als Schätzung für mittelfristige Orientierung, keine explizite Definition	Diskussion über Neutralzins (aktuell ~2%) deutlicher im Entscheidungsrahmen verankert

Credit Spreads

Die gesamteuropäischen Risikoprämien sind mit aktuellen Werten um 55 Basispunkten weiter gesunken – analog zu den Risikoprämien weltweit. Derzeit sehen wir die Spreads nach

unseren Simulationen annähernd exakt fair bewertet. In der Tendenz sollten die gesamteuropäischen Credit Spreads insbesondere mit Blick auf weitere Zinssenkungen seitens der EZB aber noch weiter sinken.

Devisenmärkte

Bei der Wechselkursentwicklung bleibt das Gros der Wechselkursdeterminanten ungebrochen primär eine Funktion der amerikanischen Handelspolitik: Von den Zinssätzen über das US-Defizit bis hin zu den Handelssalden hängen nahezu alle Bestimmungsfaktoren an den Entscheidungen der US-amerikanischen Wirtschaftspolitik. 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. Obgleich ein klares Ziel der US-amerikanischen Handelspolitik nach wie vor nicht erkennbar bleibt, ist davon auszugehen, dass die Amerikaner die Schärfe ihrer Zoll-Politik noch maßgeblich werden abmildern müssen. Bis zu dieser Erkenntnis, dürfte allerdings noch geraume Zeit vergehen. Insofern ist davon auszugehen, dass sich die Fundamentalfaktoren weiterhin zu Ungunsten der amerikanischen Wirtschaft und somit zugunsten des Euro entwickeln werden. Zuletzt hat sich die US-Leistungsbilanz massivst eingetrübt, was zum Ausverkauf des US-Dollars beigetragen haben dürfte. In unserem Hauptszenario erwarten wir daher, dass der Euro infolge eines sinkenden US-Zinsvorsprungs grundsätzlich weiter aufwerten wird: Auf Basis unserer Simulationen sehen wir auf Jahressicht gleichgewichtige Kurse von EURUSD um 1,19.

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.