

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

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

	Apr. 25	Jul. 25	Okt. 25	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	48,6	49,5	49,8	48,8
Markit: Dienstleistungen	51,0	50,5	51,3	52,4
EU-Geschäftsklima	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6
Insee-Geschäftsklima	96,4	98,3	93,4	94,5
Konsumentenvertrauen	-13,2	-13,9	-13,4	-13,1

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Apr. 25	Jul. 25	Okt. 25	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	86,7	88,3	87,7	87,6
Markit: Verarb. Gewerbe	48,3	49,0	49,5	47,0
Markit: Dienstleistungen	50,9	49,7	51,5	52,7
Auftragseingänge	86,9	87,4	86,5	92,8
GFK-Konsumklima	-24,6	-20,0	-23,5	-23,4

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

ResearchDr. rer. oec. Jan Bottermann
ChefvolkswirtEmail: jan.bottermann@national-bank.de**Institutionelle Kunden**Thorsten Heisig
Bernd Andersen

Tel.: 0201 8115 553

Tel.: 0201-8115 126

Tel.: 0201 8115 120

Zins- und WährungsmanagementThilo Voss
Christian Hamelau

Tel.: 0201 8115 414

Tel.: 0201 8115 427

Private Banking/Wealth Management:

[Ihre Ansprechpartner](#)**Wachstum**

Zur Mitte des Jahrzehnts hat sich die Weltwirtschaft von den geoökonomischen Schocks der Corona-Pandemie weitestgehend erholt, allerdings hat insbesondere seit der US-Wahl nunmehr beschleunigt ein Prozess eingesetzt, in dem sich die Regeln der Weltwirtschaft sukzessive verschieben. Nachdem die Vereinigten Staaten ab Februar 2025 erheblich höhere Zölle eingeführt hatten, haben nachfolgende Abkommen und Anpassungen zwar einige Extreme abgemildert. Die Volkswirtschaften, Institutionen und Märkte der Welt müssen sich nunmehr aber womöglich für längere Zeit einer Landschaft anpassen, die von verstärktem Protektionismus und Fragmentierung geprägt ist, mit potenziell erheblichen retardierenden Wachstumseffekten, die vielfach eine grundlegende Neuausrichtung der makroökonomischen Politik erfordern könnten. Treiber der Masse der geoökonomischen Schocks sind die geopolitischen Spannungen insbesondere zwischen den USA und China, die sich dermaßen erhöht haben, dass die Risiken für den weltwirtschaftlichen Ausblick auch weiterhin sehr hoch bleiben. Aber auch die immer unberechenbareren außenpolitischen Vöten des US-Präsidenten - zuletzt etwa mit Blick auf den Konflikt um Grönland - stellen zunehmend eine eigenständige Quelle der Gefahr für die Stabilität des internationalen Systems dar.

In Relation zur ausgeprägten geopolitischen Unsicherheit zeigten sich Weltwirtschaft und Welthandel zwar bis dato noch beeindruckend robust, mit Blick auf die Vielzahl der geoökonomischen Brüche dominieren aber wohl zumindest zunächst noch die konjunkturellen Abwärtsrisiken: In den kommenden Monaten könnten die dann möglicherweise wieder gestiegenen Zölle Produktion und internationalen Handel eventuell spürbarer bremsen, zumal die in den vergangenen Monaten zur Zollvermeidung vorgezogenen Lieferungen nun fehlen: Die meisten Projektionen der Wirtschaftsforschungsinstitute gehen hier zumindest bis dato noch überwiegend davon aus, dass die Resilienz der internationalen Handelsdaten vor allem den Vorzieheffekten zum Lageraufbau geschuldet ist. Die bis zuletzt anhaltende Resilienz der Handelsdaten in Kombination mit Frühindikatoren, die trotz mittlerweile gut gefüllter Lager ungebrochen auf einen lebhaften Welthandel verweisen, lässt allerdings mehr und mehr darauf schließen, dass diese Effekte möglicherweise wesentlich kleiner sein könnten als bislang erwartet, was auf eine erheblich bessere strukturelle Verfassung der Weltwirtschaft verweisen würde. So deuten die allerjüngsten Zahlen zu den Container-Umschlägen weltweit zwar auf eine Dämpfung des internationalen Warenverkehrs hin, die Datenlage blieb aber bis zuletzt - zumindest relativ zum Ausmaß des Zollschocks - außergewöhnlich resilient. Ungebrochen gilt hier: Jeder Monat, in dem das so bleibt, senkt die Wahrscheinlichkeit, dass es noch zu größeren Rückpralleffekten der vorgezogenen Im- und Exporte zur Vermeidung der US-Zölle kommt. Bei allen Prognoserisiken bestehen somit gute Chancen, dass die Vorzieheffekte wesentlich kleiner sind als allenthalben projiziert. Insgesamt deutet m.E. vieles darauf hin, dass die Resilienz des Welthandels dabei vor allem auch durch die rasante Zunahme der Bedeutung des internationalen Dienstleistungshandels gestützt wird.



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	6866	-145,75
10Y US T-Notes	4,3	0,11
DAX Index	24613,0	-807,7
Nikkei	52991	-558
Hang Seng	26488	-361
Öl (Brent-Future)	64,2	-1,23
Gold-Future	4733	124,40
EUR / USD	1,173	0,01
EUR / GBP	0,870	0,00
EUR / JPY	185,13	-0,16

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Apr. 26	Jul. 26	Okt. 26	Jan. 27
Fed Funds	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
3M-USD-Libor	4,19	3,94	3,58	3,33	3,33
2J Treasuries	3,59	3,48	3,48	3,41	3,34
5J Treasuries	3,82	3,79	3,74	3,65	3,56
10J Treasuries	4,22	4,30	4,15	4,03	3,90
Tendersatz	2,15	1,90	1,90	1,90	1,90
3M-Euribor	2,03	1,83	1,83	1,82	1,81
2J Bundesanleihen	2,08	2,08	2,05	1,98	1,91
5J Bundesanleihen	2,43	2,34	2,34	2,28	2,23
10J Bundesanleihen	2,83	2,76	2,74	2,68	2,70

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Apr. 26	Jul. 26	Okt. 26	Jan. 27
USD	1,16	1,15	1,17	1,18	1,20
CHF	0,93	0,91	0,92	0,92	0,93
GBP	0,87	0,86	0,86	0,85	0,85
NOK	11,73	11,70	11,60	11,50	11,40
SEK	10,73	10,64	10,56	10,50	10,45
AUD	1,73	1,71	1,73	1,74	1,76
NZD	2,01	1,98	2,01	2,02	2,05
CAD	1,61	1,59	1,61	1,62	1,64
JPY	184	181	184	186	190
Renminbi	8,09	7,98	8,09	8,13	8,24

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Da der internationale Handel nicht nur ein wichtiger Frühindikator, sondern auch eine Hauptkomponente des globalen Wachstums ist, nimmt die Wahrscheinlichkeit für eine robuste Entwicklung der Weltwirtschaft somit stetig zu - m.a.W: Es wird immer unwahrscheinlicher, dass die US-Zölle zu einem globalen Wachstumseinbruch führen werden. Das Wachstum der Weltwirtschaft insgesamt wird dabei voraussichtlich auch weiterhin maßgeblich vom Wachstum in China und den asiatischen Schwellenländern getragen, sollte sich die Datenlage diesbezüglich nicht alsbald wesentlich verschlechtern, dürften aufgrund der bislang deutlich zu pessimistischen Annahmen bezüglich der Wirkung der Zölle mehr und mehr die Aufwärtsrevisionen für die globalen Wirtschaftsperspektiven Platz greifen: Genau in diesem Sinne stufte der IWF gestern die globalen Wachstumsperspektiven erstmals seit Langem wieder herauf. Besonders bemerkenswert ist hier, dass der Fonds dabei zum zweiten Mal in Folge die Schätzungen für das Welthandelsvolumen spürbar erhöht - dies entspricht somit genau meiner Generalthese, dass sich der Welthandel trotz heftigster geopolitischer Gegenwinde viel robuster entwickelt als in den letzten Jahrzehnten. (Vgl. hierzu unten meine Ausführungen zum Stand der Deglobalisierungsdebatte aus unserem jüngsten Weltwirtschaftsausblick, den ich aus diesem Anlass noch einmal beifüge). Analog zu den Schätzungen des Fonds heben auch wir unsere wahrscheinlichkeitsgewichteten Projektionen für das Wachstum auf globale Expansionsraten um 3,3 % in den Jahren 2025 und 2026 an.

In den vergangenen sechs Monaten zeigte sich die US-Wirtschaft insgesamt widerstandsfähig, jedoch mit klar erkennbaren Anzeichen einer Abschwächung. Das reale Wirtschaftswachstum blieb allerdings zeitweise überraschend hoch und wurde vor allem vom privaten Konsum getragen, der weiterhin das Rückgrat der US-Wirtschaft bildet. Gleichzeitig mehren sich aber die Hinweise darauf, dass die konjunkturelle Dynamik nachlässt: Konsumausgaben entwickeln sich uneinheitlicher, Unternehmensinvestitionen bleiben verhalten, und der Arbeitsmarkt verliert spürbar an Schwung, auch wenn die Arbeitslosenquote historisch niedrig bleibt. Die Inflation hat sich zwar deutlich gegenüber den Höchstständen der Vorjahre beruhigt, verharrt aber ungebrochen noch über dem Ziel der Federal Reserve, was den geldpolitischen Spielraum zunächst noch begrenzt. Die restriktive Geldpolitik wirkt weiterhin dämpfend auf die kreditfinanzierte Nachfrage, insbesondere im Immobilien- und Investitionsbereich. Hinzu kommen die mannigfaltigen politischen Unsicherheiten, vor allem im Zusammenhang mit Handelspolitik, Zöllen und fiskalischen Auseinandersetzungen, die das Vertrauen von Unternehmen und Haushalten belasten. Gleichwohl blieben die Finanzmärkte bis zuletzt noch relativ stabil, gestützt durch die Erwartung künftig sinkender Zinsen und durch die erheblichen strukturellen Wachstumsimpulse aus technologiegetriebenen Sektoren.

Der Ausblick für die US-Wirtschaft ist somit in der Summe derzeit mit einer exorbitant hohen Unsicherheit behaftet. Nach wie vor wiegen hier die Risiken der massiven Zollerhöhungen insbesondere für die US-Wirtschaft besonders schwer: So zeigt die Erfahrung, dass die zeitlichen Wirkungsverzögerungen der US-

Zölle stark variieren. Insofern besteht auch weiterhin die Möglichkeit, dass das „dicke Ende“ noch kommt, sowohl mit Blick auf das Wachstum als auch mit Blick auf den Inflationsverlauf. Bei diesbezüglich allerdings sukzessive abklingenden Gefahren dürften die Risiken zukünftig verstärkt von weiteren Politikshocks ausgehen: Hierzu zählen die weitere Untergrabung der Unabhängigkeit der US-Notenbank, geopolitische Krisen durch weitere außenpolitische Abenteuer der Trump-Administration und/oder destabilisierende exogene Schocks, wie etwa derzeit im Iran, die sich auf den internationalen Warenhandel auswirken könnten und schließlich sicherlich auch die handfesten Gefahren eskalierender Gewalt im Inneren der USA. Für die kommenden sechs bis zwölf Monate erwarten wir im Saldo eine weitere deutliche Abschwächung des US-Wachstums. Ausschlaggebend dafür sind primär ein sich abkühlender Arbeitsmarkt, zurückhaltende Investitionen und anhaltende politische Unsicherheit. Gegen einen stärkeren Abschwung sprechen allerdings bis dato noch die robuste finanzielle Ausgangslage der privaten Haushalte, solide Unternehmensbilanzen und Produktivitätsfortschritte, insbesondere im Technologiesektor.

Die konjunkturelle Dynamik im Euroraum hat sich im Verlauf des Jahres 2025 verlangsamt, insbesondere die Industriekonjunktur schwächte sich wieder ab: Die hohe Expansionsrate zum Jahresauftakt war maßgeblich auf vorgezogene Exporte in die Vereinigten Staaten im Vorfeld angekündigter US-Zollerhöhungen sowie auf einige Sondereffekte zurückzuführen. Die vollen Auswirkungen der Zollpolitik dürften sich aber erst in den kommenden Monaten zeigen, wenn weitere wichtige Produktgruppen von den erhöhten Zöllen betroffen sein werden. Die US-Zölle reißen sich somit ein in eine ganze Kette von Belastungsfaktoren, die das gesamteuropäische Potenzialwachstum in den letzten Jahren immer weiter gedämpft haben: Vom Beginn der Währungsunion bis hin zu den Spätfolgen der Ukraine-Krise haben sich die strukturellen Probleme stetig aufsummiert. Vor allem aber in den Jahren seit der Ukraine-Krise lässt sich hier feststellen, dass der industrielle Kern Nordeuropas massiv an Wettbewerbsfähigkeit verloren hat. Dieser Effekt wurde zuletzt noch dadurch verstärkt, dass die deutliche Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Produzenten auch auf Drittmärkten erheblich belastet. Und schließlich wirkt sich der zunehmende Wandel Chinas von einem Nachfrager europäischer Waren zu einem Wettbewerber auch bei technologisch anspruchsvollen Gütern - ebenfalls in Kombination mit der scharfen Abwertung des asiatischen Währungsgefüges seit der Pandemie - dämpfend auf den europäischen Außenhandel aus. Aggregiert zum Tragen kommen diese Effekte derzeit insbesondere in Deutschland - die ursprüngliche Konjunkturlokomotive Europas ist vielfach nicht mehr wettbewerbsfähig, so dass dem ehemaligen Exportweltmeister sukzessive die Aufträge ausgehen. Die jüngsten Zolldrohungen mit Blick auf den Konflikt um Grönland dürften diese Effekte noch verstärken.

Tatsächlich ist in der Eurozone bislang eine lediglich verhaltene Erholung der wirtschaftlichen Perspektiven zu verzeichnen: Die Dynamik im Euroraum wird seit geraumer Zeit vollkommen atypisch, primär von südeuropäischen Ländern wie Spanien getragen, während die nordeuropäischen Industrienationen nicht aus der Krise finden und weiter stagnieren. Bis zuletzt konnten sich die höchstaggregierten gesamteuropäischen Frühindikatoren dementsprechend zwar etwas festigen, sie befinden sich aber seit nunmehr drei Jahren in Folge weiterhin im klar unterdurchschnittlichen Bereich - ein sich selbst tragender Aufschwung wird somit immer unwahrscheinlicher und blieb auch bis zuletzt nicht erkennbar: Aus eigener Kraft dürfte die europäische Konjunktur nicht mehr nachhaltig auf Touren kommen. Die europäischen Verteidigungsausgaben werden perspektivisch zwar deutlich ausgeweitet, die konjunkturellen Impulse bleiben hier aber wohl doch wesentlich enger begrenzt als eigentlich zu hoffen stünde. Denn die fiskalischen Herausforderungen sind groß: In vielen Mitgliedsstaaten sind die Budgetdefizite auch mehrere Jahre nach dem Ende der Pandemie hoch. Die Bereitschaft, die Verteidigungsausgaben tatsächlich im angestrebten Umfang auf mindestens 3,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zu erhöhen, dürfte daher nicht nur von der geografischen Nähe zu Russland geprägt sein, sondern auch von den finanziellen Spielräumen der einzelnen Mitgliedsstaaten. Es bleibt abzuwarten, wie stark die Gegenbewegung bei den europäischen Exporten nunmehr tatsächlich ausfällt. Die Impulse vom Auslandsgeschäft werden allerdings höchstwahrscheinlich zumindest zunächst wieder deutlicher abnehmen, insbesondere bei den Waren wie Maschinen oder Fahrzeugen sowie chemischen Produkten, die zu den wichtigsten Ausfuhren zählen. Gestützt werden dürfte die Konjunktur demgegenüber von einer mäßigen Erholung der Investitionstätigkeit. Der private Verbrauch dürfte sich aufgrund steigender Reallöhne ebenfalls ausweiten. Wir gehen in summa davon aus, dass das BIP im Euroraum in den Jahren 2025 und 2026 um 1,4 beziehungsweise 1,2 % zunehmen wird. Damit fällt das Wachstum zwar etwas höher aus als noch im Jahr 2024 bleibt aber deutlich niedriger als der Durchschnitt der Jahre 2015-2024 von 1,6 %.

Trotz der Vielzahl der massiven geopolitischen und geoökonomischen Schocks haben die asiatischen Volkswirtschaften, getragen von einer Kombination aus robustem Binnenwachstum, verstärkter Integration in globale Wertschöpfungsketten und gezielten staatlichen Investitionsprogrammen, bis zuletzt eine bemerkenswert robuste wirtschaftliche Entwicklung aufweisen können: Im Jahr 2025 verzeichnete die Region verglichen mit vielen anderen Teilen der Welt ungebrochen weit überdurchschnittliche Wachstumsraten, wobei insbesondere die Länder Asiens von Technologiefortschritten, etwa bei der Digitalisierung, der Nachfrage nach Halbleitern und Komponenten für KI-Anwendungen, sowie von der zunehmenden Bedeutung digitaler und grenzüberschreitender Dienstleistungen profitierten. Die wirtschaftliche Resilienz der asiatisch-pazifischen Region wurde schließlich auch dadurch gestützt, dass die preistreibenden Effekte der Corona-Pandemie auf den Exportmärkten der Industrienationen wesentlich stärker spürbar geworden waren, als es in Asien, insbesondere mit Blick auf die diesbezüglich

bessere demografische Struktur, der Fall gewesen war. Insbesondere der scharfe Restriktionskurs der Fed führte zu einer erheblichen Abwertung des asiatischen Währungsgefüges, sodass die asiatischen Exporte durch diese Spätfolgen der Corona-Pandemie massiv begünstigt wurden. Insgesamt blieb die asiatisch-pazifische Region mit rund zwei Dritteln der Zuwächse am globalen BIP einmal mehr das Rückgrat der weltwirtschaftlichen Dynamik.

Auch für die kommenden Jahre deuten die Projektionen auf ein fortgesetzt hohes Wachstum hin, unterstützt durch fortschreitende Infrastrukturinvestitionen, Digitalisierung und die Integration in globale Lieferketten. Die große Frage ist dabei aber derzeit, ob sich die exorbitant hohe ökonomische Resilienz der Region auch weiterhin so fortsetzen kann: Eine gewisse Gegenbewegung der Vorverlagerung der Importe scheint zumindest auf Dauer unausweichlich, insbesondere der Boom bei KI-Hardware, der die Lieferungen in ganz Asien ankurbelt, dürfte perspektivisch wieder abflauen. Dies macht viele Volkswirtschaften angreifbar: Die Binnennachfrage allein bietet insgesamt zu wenig Rückhalt falls die Exporte einbrechen. Glücklicherweise besteht noch Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen, zumindest in den Schwellenländern der Region, wo die Inflation weitgehend auf niedrigem Niveau stagniert. Auch die Fiskalpolitik könnte, insbesondere in Festlandchina, zur Stützung der Nachfrage im Jahr 2026 beitragen. Der Gesamtblick auf Asien zeigt unverändert, dass trotz globaler Unsicherheiten, geopolitischer Spannungen und struktureller Herausforderungen ein nachhaltig hoher Wachstumspfad wahrscheinlich bleibt: China wird durch eine moderat wachsende, aber stabilisierte Industrieproduktion und gesteigerte Binneninvestitionen die Nachfrage nach Vorprodukten aus der Region aufrechterhalten. Getragen von starkem Konsum- und Investitions-wachstum stärkt Indien seine binnenwirtschaftliche Dynamik, wobei es zu erheblichen Spill-Over-Effekten insbesondere in die ASEAN-Staaten kommt. Letztere profitieren wiederum von der fortgesetzten Integration in regionale Produktionsnetzwerke und von der fortschreitenden Diversifizierung ihrer Exportmärkte. Sollten sich die globalen Handelsdaten weiter so ultrarobust präsentieren - die chinesischen Exportzahlen waren hier einmal mehr eine extrem positive Überraschung - dürften die bisherigen Schätzungen für die asiatisch-pazifische Region spürbar nach oben adjustiert werden, dabei ist m.E. auch davon auszugehen, dass sich der AI-Boom zumindest b.a.W. fortsetzen und die entsprechenden Exporte spürbar stützen dürfte. Unter diesen Annahmen kann die Region als Ganzes im laufenden Jahr durchaus ein Wachstum oberhalb von 5 % jährlich erreichen.

Zinssätze Nach einer Phase global steigender Realzinsen bis zum Frühjahr haben sich die internationalen Renditen im Jahresverlauf 2025 wieder spürbar ermäßigt: Die Verzinsung der globalen Benchmark zehnjähriger US-Staatsanleihen lag dabei zum Jahresende hin mit ca. 4 Prozent rund 100 Basispunkte unterhalb der Zins-Maxima der Post-Corona-Zeit - was im Kontext des strukturellen Zinsabstieges der letzten beiden Dekaden aber immer noch klar überdurchschnittlich war. Am US-Kapitalmarkt kam es aufgrund des disruptiven Politikansatzes der neu gewählten Administration zwischenzeitlich allerdings zu einer spürbaren Erhöhung der Risikoprämien. Diese zinstreibenden Bewertungsabschläge keimten in einer Zeit, wo der Bruch des langjährigen Abwärtstrends auch der Renditen weltweit ohnehin mit dem Aufkommen neuer zinstreibender Faktoren begründet wurde – nämlich vor allem dem demografischen Wandel, den Kosten der Dekarbonisierung und der Zunahme der Verteidigungsausgaben rund um den Globus. Da viele dieser Faktoren in erhöhten Ausgaben der öffentlichen Hand resultieren, potenzierten sich die Zinsrisiken erheblich. Daher stand neben der Anatomie des jeweils konkreten Zinspfades weltweit die Frage im Vordergrund, ob und inwieweit sich die Geldpolitik auf längerfristig „höhere“ geldpolitische Vorgaben einstellen müsste.

Schon seit Langem haben wir diesbezüglich immer wieder betont, dass der mit Abstand größte Einflussfaktor für das US-Zinsniveau die Inflationsentwicklung ist und aller Voraussicht nach auch bleibt: Zwar gehen von den oben genannten Faktoren sicherlich auch preistreibende bzw. zinssteigernde Effekte aus, letztlich kommt es aber primär auf den Krätesaldo der Inflationsdeterminanten an – und der war in den letzten 25 Jahren auch weltweit vorwiegend abwärtsgerichtet. Erst im zeitlichen Umfeld der Corona-Pandemie wurde die „große Disinflation“ gebrochen – dies ging aber mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auf die pandemie-bedingten Strukturbrüche zurück, die vor allem am US-Arbeitsmarkt nunmehr zur Gänze überwunden werden konnten. In der Tat blieb der im Jahresverlauf wieder abwärts gerichtete unterliegende Inflationstrend für die Zinsbildung bis zuletzt dominant, insbesondere da er auch der überragende Einflussfaktor für die Steigung der US-Zinsstrukturkurve ist. Zuletzt waren es aber auch zunehmend die gegenläufigen Effekte der US-amerikanischen Handelszölle, die den Ausblick für die Zinsentwicklung bzw. für die internationale Geldpolitik bestimmten: Auf der einen Seite mehrten sich die Anzeichen, dass die inflatorischen Impulse der US-Zölle sukzessive stärker auf das amerikanische Preisgefüge durchschlugen. Auf der anderen Seite wurde immer deutlicher, dass sich der amerikanische Arbeitsmarkt in einer ausgeprägten Abkühlungsbewegung befindet, so dass die Inflationsimpulse hier immer stärker rückläufig sein dürften. Gemäß unseren Simulationen war bzw. ist hier insgesamt davon auszugehen, dass die Disinflation durch die temporären Inflationsimpulse der umfangreichen US-Zölle zwar zunächst unterbrochen wird, der eigentlich unterliegende Inflationstrend aber viel deutlicher abwärtsgerichtet bleiben dürfte, als das an den Märkten eskomptiert wird. Vorbehaltlich wirtschaftspolitischer Extremszenarien spricht der empirische Befund somit ungebrochen für eine Konvergenz der US-Sätze zumindest in Richtung prä-pandemischer Niveaus. In der Tat verlagerte sich der Fokus der Debatte auch bei der US-Notenbank zuletzt wieder auf den Umstand, dass sich

die globalen demografischen und produktivitätsbezogenen Wachstumstrends, die die geldpolitischen Zielgrößen in den letzten Jahrzehnten systematisch verringert hatten, bislang nicht umgekehrt haben.

Vor allem aber die Saldierung der Zolleffekte durch den US-amerikanischen Kapitalmarkt selbst belegte im Verlauf, dass unsere Einschätzung eines zinsenkenden Nettoeffektes der US-Wirtschafts- bzw. Handelspolitik zutrifft: Seit dem Jahresbeginn 2025, also seitdem die amerikanischen Zölle für die Kapitalmärkte in Aussicht kamen, sind die US-Zinsen um rund 80 Basispunkte zurückgegangen. Dabei festigte sich mehr und mehr auch die Einschätzung, dass die amerikanische Notenbank weitere Zinssenkungsschritte wird durchführen müssen. Unter dieser Prämisse kommt es nunmehr insbesondere auf die Entwicklung des sog. Term-Spreads an, wie sich die höchstwahrscheinlich anstehende Serie von Zinssenkungen letztlich auf das Niveau der US-Kapitalmarktzinsen auswirkt. Akademisch heiß umstritten verweist die Analytik hier m.E. darauf, dass die Steigung der Zinsstrukturkurve wiederum vor allem eine Funktion der Inflation ist. Schwächt sich also der US-Arbeitsmarkt weiter ab, bestehen gute Chancen, dass der Term-Spread mindestens konstant bleibt, wenn nicht sogar seinen säkularen Abwärtstrend der letzten anderthalb Jahrzehnte wieder aufnimmt. Allerdings gehen von den Konflikten um die Unabhängigkeit der US-Notenbank klar kontraproduktive Effekte aus: Sollte es tatsächlich dazu kommen, dass die Geldpolitik der Federal Reserve politisch dominiert wird, dürften hier erhebliche Gegenkräfte entstehen, die die rein ökonomisch getriebenen Entwicklungen signifikant konterkarieren. Derzeit dürften die Folgen für die Märkte aber noch durch die klare Indikation für spürbar niedrigere Leitzinsvorgaben begrenzt werden.

Erfahrungsgemäß schlagen sinkende US-Zinsen auf die europäischen Märkte durch: Dies entweder direkt über den internationalen Zinszusammenhang oder indirekt über die Verschlechterung der Exportbedingungen durch eine weitere Fortsetzung der Aufwertung des Euro. Mit Blick auf die Inflationsentwicklung in der Eurozone kommt es nunmehr insbesondere darauf an, wie sich die gesamteuropäischen Arbeitsmarktdaten weiterentwickeln. Zwar ist die Beschäftigungssituation auch aufgrund der demographischen Angebotsverknappungen noch solide, doch ist insbesondere mit Blick auf die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland immer stärker davon auszugehen, dass der Abwärtsdruck auf die Löhne weiter zunehmen wird. Insofern steht zu erwarten, dass die europäischen Kapitalmarktzinsen den US-amerikanischen Vorgaben zumindest richtungsseitig folgen werden. Es kommt aber mit Blick auf die Niveaugrößen auch hier letztendlich darauf an, wie sich die US-Wirtschaftspolitik im Einzelnen dann konkret weiterentwickelt. Im aktuellen wirtschaftspolitischen Umfeld wird die US-Notenbank wie oben erörtert jedenfalls höchstwahrscheinlich eine ganze Kette von weiteren Zinssenkungen vornehmen. Die zehnjährigen US-Renditen sollten in einer wahrscheinlichkeitsgewichteten Projektion verschiedener wirtschaftspolitischer Szenarien bzw. der jeweiligen Entwicklung der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 3,9 % liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls szenariobasiert - auf Jahressicht bei Werten um 2,7 % liegen.

Credit Spreads Die gesamteuropäischen Risikoprämien haben mit aktuellen Werten um 52 Basispunkten ihren vormaligen Abwärtstrend jäh unterbrochen – Hintergrund dürften die US-Zolldrohungen zu Grönland sein. Derzeit sehen wir die Spreads auf Basis unserer Simulationen annähernd fair bewertet. In der Tendenz sollten die gesamteuropäischen Credit-Spreads insbesondere mit Blick auf weitere perspektivische Zinssenkungen seitens der EZB ihren Abwärtstrend aber eher wieder fortsetzen.

Devisenmärkte An den internationalen Devisenmärkten war das ausgehende Jahr vor allem von zwei übergreifenden Tendenzen gekennzeichnet: Zum einen verlor im Kern der lange Dollar-Bullenmarkt aus der Dekade zuvor im Verlauf der ersten Jahreshälfte deutlich an Momentum; zum anderen war eine zunehmende politisch-ökonomische Beeinflussung im asiatisch-pazifischen Währungsgefüge zu verzeichnen. Peking blieb hier stets bemüht, zu starke Wechselkursbewegungen insbesondere bei schockbedingtem Abwertungsdruck abzufedern, ließ aber gleichwohl eine strukturelle Aufwertung des Renminbis sukzessive zu. Dies führte im Jahresverlauf zu einer hohen Volatilität – Phasen, in denen Zinssenkungen wahrscheinlicher wurden, wechselten mit kurzfristigen Gegenbewegungen, insbesondere im Falle geopolitischer Schocks, sodass das Gesamtjahr als Übergang vom langjährigen Dollar-Bullenmarkt zu einem schwächeren, aber weiterhin dominanten Dollar-Regime interpretiert werden kann.

Jenseits dieser Entwicklungen überlagern aber auch an den internationalen Devisenmärkten geopolitische Erwägung immer stärker die klassischen volkswirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren: Zwar sind es auch weiterhin die primär ökonomischen Determinanten, auf die sich die Wechselkursentwicklung hauptsächlich zurückführen lässt. Letztere sind insbesondere mit Blick auf die den Wechselkurs prägenden Bestimmungsfaktoren aber vor allem eine Funktion der amerikanischen Handelspolitik: Von den Zinssätzen über das Defizit bis hin zu den Handelssalden hängt der weitere Verlauf nahezu aller Bestimmungsfaktoren maßgeblich an den Richtungsentscheidungen der US-amerikanischen Wirtschaftspolitik. Im letzten Jahr ließ sich dabei vielfach das folgende Muster erkennen: Grundsätzlich ließ jede Eskalation im Handelskonflikt den Dollar abwerten, da absehbar war, dass dies zu einer überproportionalen Schwächung der US-Wirtschaft führen würde. Demgegenüber tendierte der US-Dollar zur Stärke, wenn Verhandlungslösungen in Sicht kamen. Auch in Europa werden die wechselkursbestim-

menden Determinanten zukünftig wesentlich stärker von den staatlichen Ausgabeprogrammen – also von der Wirtschaftspolitik – bestimmt werden. Allerdings ist dabei bis zur Stunde absolut nicht klar, wie stark diese Impulse auf gesamteuropäischer Ebene letztlich spürbar werden. Insgesamt ist davon auszugehen, dass sich der Ausblick für die US-Wirtschaft voraussichtlich noch erheblich wird eintrüben müssen, bis die Amerikaner die Schärfe ihrer Zollpolitik nennenswert abmildern werden. Bis zu dieser Erkenntnis bzw. deren Umsetzung könnte allerdings noch geraume Zeit vergehen. Insofern ist davon auszugehen, dass sich die Fundamentalfaktoren weiterhin zuungunsten der amerikanischen Wirtschaft entwickeln werden: Wir gehen daher grundsätzlich davon aus, dass es bei dem Abwärtstrend des US-Dollars bleibt. Unsere Simulationen deuten darauf hin, dass sich der EUR/USD-Kurs innerhalb eines Jahres bei etwa 1,20 einpendeln dürfte.

Sonderthema - Ausblick Welthandel: Zum Stand der Deglobalisierungsdebatte Die Debatte über den gegenwärtigen Zustand der Globalisierung hat sich in den vergangenen Jahren spürbar verändert: Während über Jahrzehnte vor allem die Wachstumsraten im globalen Warenhandel als Indikatoren für die Intensität weltwirtschaftlicher Verflechtung dienten, mehren sich inzwischen die Stimmen, die argumentieren, dass diese Perspektive nur noch einen Teil der Realität abbildet. Tatsächlich zeigen jüngere Analysen, dass die Globalisierung sich gerade im Verlauf der letzten Dekade weniger zurückbildet als vielmehr strukturell transformiert. Zentrale Treiber dieser Veränderung sind technologische Entwicklungen, die Zunahme digitaler Geschäftsmodelle und ein deutlicher Bedeutungszuwachs des internationalen Handels mit Dienstleistungen. Die Frage, ob wir eine „De-Globalisierung“ oder „Re-Globalisierung“ erleben, ist daher inzwischen untrennbar mit der Neubewertung dieser Dienstleistungsströme verbunden.

In der Tat wächst der internationale Dienstleistungshandel seit Jahren wesentlich schneller als der Warenhandel – sowohl absolut als auch relativ. Dazu gehören nicht nur klassische Dienstleistungen wie Transport, Tourismus oder Finanzdienstleistungen, sondern vor allem wissensintensive und digital erbringbare Dienstleistungen, etwa Softwareentwicklung, Cloud-Services, Forschung und Entwicklung, Datenverarbeitung sowie Beratungsleistungen. Gerade im Rahmen des immer schnelleren technologischen Wandels zählen digitale Dienstleistungen somit zu den am schnellsten wachsenden Segmenten weltweit, sodass ihr Anteil am gesamten Welthandel kontinuierlich wächst. Diese Dienste sind zudem weit weniger anfällig für klassische Handelshemmnisse wie Zölle oder logistische Engpässe und werden in einer zunehmend datengetriebenen Weltwirtschaft immer wichtiger. Dabei verstärkt die geopolitische Fragmentierung paradoxerweise gerade im Bereich der Dienstleistungen die globale Vernetzung: Unternehmen investieren mehr in digitale Geschäftsmodelle, um geografisch flexible Produktions- und Lieferstrukturen zu schaffen. Digitale Dienstleistungen sind weniger ortsgebunden, wodurch sie von geopolitischen Spannungen teilweise entkoppelt werden. In der Eurozone liegt etwa der Anteil der Dienstleistungsexporte mittlerweile bei rund 50 % der Gesamtexporte, der Anteil der Ausfuhren an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung hat dabei allein in den letzten zehn Jahren um zehn Prozentpunkte zugenommen. Ökonomen sprechen deshalb zunehmend von einer „intangiblen Globalisierung“, die sich weniger über Häfen und Hafenkräne definiert als über Rechenzentren, Datennetze und die Fähigkeit, komplexe Dienstleistungen global anzubieten bzw. im digitalen Raum weltweit wettbewerbsfähig zu bleiben.

Damit aber nicht genug verweist der empirische Befund selbst in der Sphäre der physischen Güter darauf, dass die internationale Arbeitsteilung weiter zunimmt: Wertschöpfungsbasierte Messungen deuten weiterhin auf stabile oder sogar zunehmende internationale Verflechtungen hin. Zwar identifizieren mehrere Studien partielle Deglobalisierung in geopolitisch sensiblen Sektoren – etwa Halbleitern und kritischen Rohstoffen –, doch auch dort überwiegt eine strukturelle Verlagerung statt eines Rückgangs des Handels. Trendanalysen des Weltwarenhandels im Verhältnis zum globalen BIP diagnostizieren keinen dauerhaften Negativtrend, sondern eher eine durch Schocks geprägte volatilere Entwicklung. Insgesamt kommt die empirische Forschung zu dem Schluss, dass sich die Globalisierung selbst im Bereich realer Güter nicht zurückbildet, sondern transformiert: weniger homogen, stärker geopolitisch selektiv, aber im Kern global vernetzt. Die entscheidenden Veränderungen betreffen damit nicht die Menge, sondern die Struktur, die Geografie und die strategische Logik globaler Güterverflechtungen.

Und in der Tat: Bis zur Stunde expandiert das Welthandelsvolumen in summa wesentlich stärker, als es alle Projektionen der Institute angesichts der US-amerikanischen Rekordzölle vorhergesagt hatten: Die Zuwachsraten des Welthandels hat sich nicht weiter abgeschwächt, sondern ist sogar von zwei auf zuletzt vier Prozent p. a. gestiegen. Auch der Blick auf maßgebliche Frühindikatoren für den Welthandel lässt darauf schließen, dass die positiven Überraschungen für den globalen Handel zumindest bis auf Weiteres Bestand haben werden: So verweisen sowohl wichtige Maßzahlen zum Containerumschlag als auch Daten zu Schiffsbewegungen rund um den Globus darauf, dass der Welthandel bis zuletzt robust blieb. Jeder Monat, in dem das so bleibt, senkt die Wahrscheinlichkeit, dass es noch zu größeren Rückpralleffekten der vorgezogenen Im- und Exporte zur Vermeidung der US-Zölle kommt. Bei allen Prognoserisiken bestehen somit gute Chancen, dass die Vorzieheffekte wesentlich kleiner sind als allenthalben projiziert. Um Rückschlüsse auf die zugrunde liegenden systemischen Kräfte des internationalen Handels ziehen zu können, müssten die Daten schließlich um die erhebliche Ausweitung der tarifären und nicht-tarifären Handelshemmnisse bereinigt werden. Sollte also ein größerer Einbruch ausbleiben, ließe dies darauf schließen, dass

sich die unterliegenden Triebkräfte der Globalisierung womöglich sogar noch erheblich intensiviert haben. Wenn sich also selbst der klassische Warenhandel trotz der Verzehnfachung der Zölle durch die USA weiter so robust entwickelt, ist das Narrativ der Deglobalisierung gerade mit Blick auf den Dienstleistungssektor – fast schon – Fake News. Die zugrunde liegenden systemischen Kräfte der Globalisierung sind dabei schließlich die Hauptdeterminante hinter der Resilienz der Weltwirtschaft; mit Blick auf die Massivität des historischen Zollschocks könnten sie gerade in den letzten Jahren sogar noch an Wirkmacht zugelegt haben. Da der Welthandel der globale Frühindikator ist, kann man dieses Ergebnis mit Blick auf den weiteren globalen Wachstumspfad kaum überschätzen: Aus unserer Sicht bestehen gute Chancen, dass der Welthandel aufgrund der unterliegenden Strukturbrüche weiterhin systematisch positiv überrascht und somit die Aufwärtskorrekturen für den globalen Wachstumspfad dominant bleiben. Insgesamt handelt es sich hierbei um gute Nachrichten sowohl für die Stabilität der globalen Lieferketten als auch für die internationale Preisstabilität.

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.