

Prognosen: Wachstum (BIP)

	2022	2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	1,4	-0,3	-0,2	0,2	1,0
Euroraum	3,5	0,4	0,9	1,5	1,2
USA	2,5	2,9	2,8	2,2	2,2
China	3,0	5,2	5,0	5,0	4,7
Welt	3,8	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	87,4	88,8	88,0	88,6
Markit: Verarb. Gewerbe	48,3	49,8	48,2	50,9
Markit: Dienstleistungen	50,9	49,7	51,5	52,7
Auftragseingänge	87,7	84,8	92,9	100,1
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

Tel.: 0201 8115 553

Institutionelle KundenThorsten Heisig
Bernd Andersen

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 Mit der Eskalation des Konfliktes zwischen den USA und Israel und dem Iran zum offenen Krieg haben sich die geopolitischen Spannungen einmal mehr wieder enorm erhöht. Die Risiken liegen hier klar in den Effekten auf die globale Ölversorgung mit Blick auf die Straße von Hormus, aber auch der übrige globale Handel könnte betroffen sein. Wie so oft gilt: Je länger sich der Konflikt hinzieht, desto größer der Schaden, insofern stehen die militärischen Entwicklungen nunmehr im Vordergrund. Da Bodentruppen ausgeschlossen sein dürften, kommt es nunmehr auf die Überlebensfähigkeit des iranischen Regimes bei fortgesetzten Luftschlägen an. Die Wahrscheinlichkeit für einen Elitenbruch sind hier mit dem Tod Khameneis signifikant gestiegen, es wird aber erfahrungsgemäß dauern, bis das Regime möglicherweise von innen kollabiert. Im Ergebnis werden die nächsten Wochen von erhöhten Unsicherheiten geprägt bleiben, es kann gut sein, dass die US-Koalition dann in mehreren Wochen den Verhandlungsweg einschlägt, um mit einem deutlich geschwächten Regime zu verhandeln. Dies ist sicherlich eine signifikante Belastung für den globalen Ausblick, solange andere Großmächte sich aber heraushalten, sollten die Folgen geopolitischer Natur im Rahmen bleiben. Dies gilt - unter dieser Prämisse - wohl auch für die Weltwirtschaft insgesamt: Die letzten Jahre haben immer stärker gezeigt, dass geopolitische Schocks real immer weniger Wirkung gezeigt haben, insofern dürften die nächsten Wochen zwar sicherlich volatil werden, ein wirklicher Paradigmenwechsel ist der Krieg aber höchstwahrscheinlich nicht. Sollte das Regime im Iran zu Fall kommen, könnten die Implikationen sogar positiv sein. Es bleibt daher insbesondere zu beobachten, ob sich die Anzeichen für einen Elitenbruch weiter verdichten.

Bis zur Stunde hat sich die Weltwirtschaft trotz verschärfter Handelsspannungen und - wie gesehen - enormer geopolitischer Risiken als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen: Eine Vielzahl von Frühindikatoren ließ hier bis zuletzt nicht erkennen, dass die Zölle nun verzögert Wirkung zeigen würden - im Gegenteil: Global aggregierte Indikatoren für die Container-Umschläge weltweit ließen sogar eher auf eine weitere Zunahme der globalen Handelsdynamik schließen. Insofern wird es zumindest immer wahrscheinlicher, dass eine größere Korrektur der Handelsvolumina ausbleibt. Dies lässt sich mit Blick auf exorbitant hohe Zölle sowie die hohe globale Unsicherheit m.E. nur durch erhebliche strukturelle Veränderung der Konstitution des globalen Handelsregimes erklären. Wie genau sich der internationale Warenverkehr nunmehr konkret weiterentwickelt bleibt allerdings abzuwarten: Nach allem Dafürhalten wird sich das Handelswachstum im Verlauf der kommenden Monate zwar abschwächen, da Unternehmen ihre Lagerbestände reduzieren und die Auswirkungen von Zöllen zunehmen. Dieser Abschwung dürfte aber zumindest erheblich schwächer ausfallen als bislang angenommen. Die Nettoeffekte der jüngsten Entwicklungen rund um das Urteil des US-Supreme Court könnten hier positiv sein, allerdings steigt abermals die generelle Unsicherheit an, auch weil nicht klar ist, ob ggf. bzw. welche Gegenmaßnahmen ergriffen werden. Der Tendenz nach



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	6817	-41,25
10Y US T-Notes	4,0	-0,07
DAX Index	24878,7	-113,3
Nikkei	58057	1.232
Hang Seng	26060	-1.022
Öl (Brent-Future)	78,7	7,16
Gold-Future	5408	159,70
EUR / USD	1,175	0,00
EUR / GBP	0,877	0,00
EUR / JPY	184,24	1,96

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jun. 26	Sep. 26	Dez. 26	Mrz. 27
Fed Funds	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
3M-USD-Libor	4,00	3,75	3,39	3,14	3,14
2J Treasuries	3,41	3,30	3,28	3,22	3,17
5J Treasuries	3,52	3,57	3,52	3,45	3,38
10J Treasuries	3,97	4,10	3,95	3,85	3,75
Tendersatz	2,15	1,90	1,90	1,90	1,90
3M-Euribor	2,03	1,83	1,82	1,81	1,80
2J Bundesanleihen	2,03	2,05	1,98	1,87	1,77
5J Bundesanleihen	2,27	2,27	2,24	2,15	2,07
10J Bundesanleihen	2,66	2,68	2,64	2,60	2,55

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jun. 26	Sep. 26	Dez. 26	Mrz. 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

dürften die positiven Überraschungen m.E. auch weiterhin dominant bleiben, auch weil die innenpolitischen Handlungsspielräume der Trump-Administration zumindest immer geringer werden: Der systemische Widerstand nimmt spürbar zu, es dürfte für Trump somit zumindest immer schwieriger werden, die dysfunktionale Wirtschaftspolitik quasi gegen den gesamten Rest der Welt aufrecht zu erhalten.

Dies nicht zuletzt auch, weil sich der Ausblick für die US-Wirtschaft weiter eintrübt: In den Vereinigten Staaten verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum 2025 auf geschätzte 2,2 Prozent. Dies ist auf den Anstieg der Ausgaben für Importwaren zu Jahresbeginn aufgrund von Vorverlagerungen und einen Rückgang der Konsumausgaben zurückzuführen. Zusätzlich wurde das Wachstum durch den Shutdown der Bundesregierung weiter gedämpft. Die Verbraucherstimmung verschlechterte sich insbesondere angesichts der anhaltenden Inflation, die teilweise auf die moderate, aber steigende Weitergabe von Zöllen zurückzuführen war. Das Vertrauen wurde zusätzlich durch einen plötzlichen Stillstand der Nettoneueinstellungen im zweiten und dritten Quartal 2025 beeinträchtigt. Die Übernachtfrage aus der Zeit der Pandemie ist hier mittlerweile vollständig abgebaut, die Indikation für die Arbeitskräftenachfrage blieb bis zuletzt strikt abwärtsgerichtet. In der Summe dürften die Lohnvolumina zukünftig deutlich weniger kräftig expandieren können. Im Ergebnis dürfte das Sentiment der US-Verbraucher gedämpft bleiben und im weiteren Verlauf spürbar retardierend auf die konjunkturelle Entwicklung wirken.

Das Stimmungsbild bei Corporate America ist zwar deutlich positiver als das des privaten Sektors, der Optimismus nach der Wahl ist mittlerweile aber einer lediglich durchschnittlichen Stimmung gewichen. Im letzten Jahr hatten die Unternehmensinvestitionen das Wachstum zwar deutlich gestützt, vor allem weil neue Technologien zu einer Ausweitung der Investitionen in Technologieausrüstung und geistiges Eigentum, wie z. B. Software, führten und weil Unternehmen die Ordertätigkeit für Maschinen und Ausrüstung in Erwartung von Zöllen vorzogen. Das Sentiment ist aber weiter auf dem Rückzug, wohl nicht zuletzt aufgrund der immer erratischeren Wirtschaftspolitik und deren perspektivischer Wirkung auf den privaten Konsum. Sofern es nicht zu einer durchgreifenden Wende und Verstetigung der US-Politik kommt, dürfte die Belastung durch Zölle und politische Unsicherheit sowie die nachlassende Wirkung vergangener geldpolitischer Lockerungs- und Haushaltsmaßnahmen sukzessive in eine Abschwächung münden. Wir gehen derzeit von Wachstumsraten um 2,2 % für 2026 aus, Tendenz weiter rückläufig.

Nach zwei Jahren schwacher Konjunktur zog das Wachstum im Euroraum auf geschätzte 1,5 Prozent im Jahr 2025 an und überraschte positiv. Die Aufwärtskorrektur der Wachstumsprognose im letzten Jahr spiegelt die vorgezogenen Exporte, insbesondere von Irland in die USA, sowie die Verschiebung der US-Zölle und ein stärker als erwartet ausgefallenes Wachstum der Binnennachfrage wider. Die konjunkturelle Dynamik im Euroraum hat sich nach der zwischenzeitlichen Beschleunigung seit dem Sommerhalbjahr dann aber wieder spürbar abgekühlt. In den

letzten Monaten hatten sich die höchst aggregierten gesamteuropäischen Frühindikatoren zwar etwas festigen können, mit den allerjüngsten Datenpunkten des Februars fielen wichtige Frühindikatoren aber fast wieder auf die Minima der letzten drei Jahre zurück. Sie befinden sich somit seit nunmehr drei Jahren in Folge weiterhin im klar unterdurchschnittlichen Bereich - ein sich selbst tragender Aufschwung wird somit immer unwahrscheinlicher. Besonders schwach ist die Lage in der nordeuropäischen Industrie, vor allem in Deutschland wäre der Ausblick ohne die allmählich spürbar werdenden staatlichen Impulse (Infrastruktur und Verteidigung) dramatisch: Der gesamtwirtschaftliche Output lag zuletzt fast exakt auf dem vor-pandemischen Niveau - das sind im Aggregat mittlerweile sechs Jahre Nullwachstum. Das Verarbeitende Gewerbe, das als Bellwether für den bundesdeutschen Gesamttrend angesehen werden kann, blieb bis zuletzt das konjunkturelle Sorgenkind. Aufgrund der ohnehin bereits geringen Auftragsreichweite blicken viele Industrieunternehmen mit zunehmender Sorge auf die zum Jahreswechsel hin abermals wieder sinkenden Auftragseingänge: Das Niveau der diesbezüglichen Lagebeurteilung etwa bei den entsprechenden Ifo-Indikatoren liegt auf den Krisenniveaus der Hochzeiten der Corona-Pandemie - und dies seit dem Jahresende 2024!

Die gesamteuropäischen Exporte dürften durch die sinkende Wettbewerbsfähigkeit aufgrund höherer Energiepreise infolge des russischen Einmarsches in die Ukraine und, in gewissem Maße, durch die jüngste Aufwertung des Euro weiter gedämpft werden. Das schwache Exportwachstum dürfte teilweise durch einen stabilen privaten Konsum und Investitionen kompensiert werden, begünstigt durch weniger restriktive Finanzbedingungen und die Lockerung der Geldpolitik in der Vergangenheit. Der private Konsum dürfte zudem durch ein stabiles Reallohnwachstum bei gleichzeitig sinkender Inflation gestützt werden. Im Grundsatz erwarten wir, dass der Dienstleistungssektor, wo die Aktivitäten bis zuletzt deutlich aufwärtsgerichtet blieben, die vermutlich anhaltende Schwäche der gesamteuropäischen Industrie auch weiterhin kompensiert. Wir gehen in summa davon aus, dass das BIP im Euroraum im Jahr 2026 um 1,2 % zunehmen wird, deutlich niedriger als der Durchschnitt der Jahre 2015-2024 von 1,6 %.

Der asiatische Wirtschaftsraum bleibt auch im Jahr 2026 der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, auch wenn das konjunkturelle Tempo im Vergleich zu früheren Jahren moderater wird. Gemäß den jüngsten Prognosen etwa des IWF wächst Emerging and Developing Asia weiterhin deutlich über dem globalen Durchschnitt und trägt somit maßgeblich zum globalen BIP-Wachstum bei. Die Region profitiert von robusten Binnenmärkten, weiter steigender Digitalisierung, sowie anhaltenden Investitionen in Infrastruktur und Technologie, während externe Risiken wie Handelsunsicherheiten, geopolitische Spannungen und erhöhte Zölle das externe Umfeld belasten. In China setzt sich der Trend eines moderaten, aber stabilen Wachstums fort. Die neuesten IWF-Projektionen sehen für 2026 ein reales BIP-Wachstum von rund 4,5 % nach etwa 5 % in 2024/25, was die Fortsetzung einer strukturellen Abkühlung markiert. Parallel wird die Regierung verstärkt auf eine qualitativere Entwicklung setzen, künstliche Intelligenz und Hightech-Investitionen fördern und ausländischen Unternehmen im Rahmen des 15. Fünfjahresplans langfristig günstige Rahmenbedingungen signalisieren, um Vertrauen und Investitionen zu stärken. Indien hingegen ist der derzeit mit Abstand dynamischste Wachstumstreiber Asiens und hebt sich im globalen Vergleich auch mit Blick auf die absoluten Dimensionen des gesamtwirtschaftlichen Outputs hervor. Nach den jüngsten Projektionen des Fonds wird das indische Wachstum 2026 bei etwa 6,4 % liegen, starke Binnenkonsumausgaben, umfangreiche Infrastruktur- und Steuerreformen sowie verbesserte ausländische Kapitalzuflüsse stützen diese Entwicklung; jüngste Prognosen gehen sogar von etwa 6,7 % bis 7 % für 2026 aus. Indien hat zudem jüngst Japan als viertgrößte Volkswirtschaft der Welt überholt und wird langfristig weiter aufsteigen. Weitere asiatische Volkswirtschaften zeigen ebenfalls stabile bis kräftige Wachstumsraten, insbesondere in Südostasien. Länder wie Vietnam, die Philippinen und Indonesien bleiben wichtige Wachstumszentren mit realen BIP-Zuwächsen größtenteils im Bereich von etwa 5 % bis 6 %. Insgesamt bleibt Asien - vorbehaltlich einer signifikanten Zunahme der geopolitischen Schocks - auch 2026 das Powerhouse der Weltwirtschaft mit wesentlich höheren Durchschnittsraten als etwa Europa oder die USA.

Der globale Ausblick bleibt somit trotz erheblicher, ökonomischer und geopolitischer Risiken robust. Diese Entwicklung dürfte neben der strukturellen Zunahme der Resilienz der Weltwirtschaft zwar auch auf einige - temporäre - Sonderfaktoren zurückgehen. Dazu zählt vor allem der Boom bei den Investitionen in die künstliche Intelligenz sowie die Vorzieheffekte im Rahmen der US-Zölle. Während mögliche Rückpralleffekte der vorgezogenen Importe bis zuletzt noch schwer zu quantifizieren blieben und somit erhebliche Risiken für die weitere Prognose beinhalten, ist davon auszugehen, dass die Investitionen in künstliche Intelligenz auch auf Sicht des kommenden Jahres noch erheblich stützend wirken werden. Insofern bleibt es bei dem Szenario, dass die Dynamik des Welthandels mit Auslaufen der Vorzieheffekte und einem möglicherweise etwas schwächeren Spending für AI bei sukzessive etwas stärker greifenden Zöllen an Dynamik verlieren könnte. Welche Dynamik der Nahost-Krieg hier noch entfalten wird, bleibt freilich abzuwarten. Gleichwohl bleibt die Strukturveränderung des weltweiten Handels intakt: Die internationale Handelsaktivität ist in Relationen zu den US-Zöllen um ein Vielfaches stärker gestiegen als auf Basis der bisherigen Historie bei diesen Zoll-Sätzen zu erwarten gewesen wäre. Zwar verbleiben noch erhebliche Risiken für diesen Befund, da Strukturbrüche in Echtzeit immer schwer auszumachen sind. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Resilienz des Handels aber nachhaltig zugenommen hat, ist m.E. mittlerweile durchaus das wahrscheinlichkeitsgewichtete dominante Szenario: Grundsätzlich birgt die heraufziehende multipolare Weltordnung offenkundig auch die Chance, dass sie marktgetriebene

Konkurrenzprinzipien sowohl in der Geopolitik als auch in der Geoökonomie stärker zum Tragen bringt, so dass sie nicht zwingend mit einer Erosion des Freihandelsregimes einhergehen muss. Die Wachstumskräfte in Asien sind dabei so stark, dass sie eine Vielzahl von negativen Effekten kompensieren, dieser auch ökonomische Aufstieg Asiens ist eben wesentliche causa der neuen multipolaren Weltordnung. Zentral ist schließlich, dass die systemischen Kräfte der Globalisierung intakt bleiben: Maßgebliche Treiber dieser Veränderung sind insbesondere auch technologische Entwicklungen, insbesondere die Zunahme digitaler Geschäftsmodelle bewirkt eine geringere Anfälligkeit für klassische Handelshemmnisse wie Zölle oder logistische Engpässe.

Es bleibt nun abzuwarten, ob die US-Administration nach dem Verdikt des Supreme Court weiterhin überhaupt noch in der Lage ist, ein so restriktives Zollregime wie ursprünglich geplant aufrechtzuhalten. Die hohen Zoll Sätze werden sich ohnehin als mehr und mehr kontraproduktiv erweisen und insofern dürften sie allein schon deswegen auf Dauer keinen Bestand haben, da sich die Amerikaner sonst von der internationalen Wertschöpfung immer weiter abkoppeln werden. Insofern könnte durchaus der Zeitpunkt nahen, wo die Kombination einer hohen, globalen Resilienz des Welthandels mit einer eher zumindest wieder günstigeren Wirtschafts- und geopolitischen Entwicklung für einen Schub beim internationalen Handel sorgt - es sei denn, es kommt zu einem veritablen Flächenbrand in Nahost. Im Ergebnis ist davon auszugehen, dass das Jahr 2026 zunächst von einer leicht rückläufigen wirtschaftlichen globalen Tätigkeit gekennzeichnet sein könnte, wir aber mit dem Erreichen des Sommerhalbjahres dann wieder eine allmähliche Belebung beziehungsweise eine Zunahme der Dynamik weltweit erleben könnten. Insofern gehen wir auch weiter davon aus, dass das globale Wachstum im laufenden und auch im kommenden Jahr bei 3,3 % liegen dürfte.

Zinssätze Wie von mir erwartet, hat sich der Trend zu weiter rückläufigen Zinssätzen weltweit fortgesetzt: Die globale Benchmark in Form der US-Treasuries 10-jähriger Laufzeit rentierte zuletzt (bereits deutlich vor Ausbruch der Kampfhandlungen) wieder klar unter 4,0 % - das sind mittlerweile rund 110 Basispunkte unterhalb der Top-Stände in der gesamten Post-Corona Zeit - und auch deutlich unterhalb des Bloomberg Konsensus um 4,5 % im Jahresmittel 2025! Diese Entwicklung dürfte sich auch im Jahre 2026 fortsetzen, vor allem da sich die Inflation weltweit ungebrochen auf dem Rückzug befindet und sich den Zielvorgaben der Zentralbanken angenähert hat. Die Disinflation spiegelt dabei verschiedene Faktoren auf globaler Ebene wider, darunter die - zumindest bis dato - sinkenden Energiepreise, eine geringe konjunkturelle Dynamik in Europa und eine post-coronär disinflationäre Konstellation in Asien. Höhere Zölle trugen zuletzt zwar zu einem leichten Anstieg der US-Wareninflation bei, dieser Effekt wurde jedoch unter anderem durch die Bevorratung von Waren abgemildert. Auch bei der Preisentwicklung spielt eine sich sogar noch intensivierende globale Arbeitsteilung bei intakten Lieferketten eine zentrale Rolle: So sind die Lieferketten weltweit derzeit in Bestform - Versorgungsengpässe waren - zumindest bis zuletzt - kaum feststellbar, im Gegenteil blieben etwa die Lieferzeiten rund um den Globus weit unterdurchschnittlich. Vorbehaltlich eines langanhaltenden Nahost-Krieges ist somit auch weiterhin davon auszugehen, dass die Inflation weltweit weiter sinken wird.

Für die Projektion des konkreten Disinflationspfades in den Industrienationen zentral ist m.E. hier aber vor allem, dass sich der Auslastungsgrad insbesondere am amerikanischen Arbeitsmarkt - aber zusehends auch in Europa - weiter spürbar vermindert. Dies ist entscheidend dafür, dass die Inflationsimpulse vom Lohnsetzungsprozess weiter rückläufig bleiben und der unterliegende Kernpreistrend weiter abwärts gerichtet bleibt. Vor diesem Hintergrund gehe ich weiterhin davon aus, dass die amerikanische Notenbank ihre Leitzinssätze in weiteren Verlauf um 75-100 Basispunkte ermäßigen wird. Wenn die Term-Spreads konstant blieben, wäre somit davon auszugehen, dass die Abwärtsbewegung am kurzen Ende auch die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen am „langen Ende“ der Fristenskala dominierte. Signifikant war hier in den letzten Tagen diesbezüglich festzustellen, dass die Termspreads zumindest in zeitlicher Folge der Ablehnung der Zölle durch den US Supreme Court wieder spürbar zurückgegangen sind. Ich gehe weiterhin grundsätzlich davon aus, dass die Abschwächung der amerikanischen Konjunktur aufgrund der Dysfunktionalität der amerikanischen Wirtschaftspolitik auch den Termspread dominieren wird: Letztlich entscheidend ist hier der Kräftesaldo für die Inflationsentwicklung, die abermalige Zunahme der handelspolitischen Unsicherheit dürfte vor allem die US-Wirtschaft signifikant treffen.

Auch auf den europäischen Zinsstrukturkurven war die Verringerung der Laufzeitenprämien zuletzt deutlich spürbar, letztlich reagieren beide Zinsstrukturkurven offenkundig auf die gleichen (globalen) Bestimmungsfaktoren (bzw. deren Hauptkomponenten). Nach unseren Simulationen dürfte somit auch in der Eurozone letztendlich die Inflationsentwicklung für die Laufzeitenprämien maßgeblich sein - und hier nehmen die Risiken zumindest für ein Unterschreiten der Inflationsziele mit der Abschwächung der US-Wirtschaft weiter zu: Allein seit dem Amtsantritt Trumps hat der Euro um weitere 15 % aufgewertet, sodass sich die Gefahren für ein Unterschneiden der Inflation weiter potenzieren. Die Zinsvorgaben der EZB sind zwar bereits näher an ihren langfristigen Mittelwerten als in den USA. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass eine absehbar nachhaltige Unterschreitung der Inflationsziele auch die EZB relativ rasch zu weiteren Zinssenkung nötigen würde: Hintergrund ist der Umstand, dass natürlich auch die EZB nicht genau weiß, wo die gleichgewichtigen (realen) Soll-Zinssätze liegen. Insofern ist

im Ergebnis davon auszugehen, dass die Entwicklung der US-Kapitalmarktzinsen b.a.W. etwas gedämpfter auf das lange Ende in Europa durchschlagen wird. In dem Moment aber, wo absehbar würde, dass die europäischen Inflationsraten signifikant unterschließen, dürfte sich die gesamte europäische Zinsstrukturkurve relativ zügig und spürbarer abwärts in Bewegung setzen. Dabei bleibt insbesondere abzuwarten, wie preistreibend die staatlichen Fiskalprogramme auf der gesamteuropäischen Ebene wirken. Im Ergebnis wird die US-Notenbank höchstwahrscheinlich eine ganze Kette von weiteren Zinssenkungen vornehmen. Bei zunächst konstanten EZB-Vorgaben bleibt auch der Generaltrend auf der europäischen Kurve, wenn auch zunächst nur moderat, abwärtsgerichtet. Die zehnjährigen US-Renditen sollten in einer wahrscheinlichkeitsgewichteten Projektion verschiedener wirtschaftspolitischer Szenarien bzw. der jeweiligen Entwicklung der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 3,75 % liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls szenariobasiert - auf Jahressicht bei Werten um 2,55 % liegen.

Credit Spreads

Die gesamteuropäischen Risikoprämien haben mit aktuellen Werten um 58 Basispunkten in den letzten Tagen wieder etwas angezogen, dies dürfte auch auf die abermaligen Zollunsicherheiten und den Krieg in Nahost zurückzuführen sein. Derzeit sehen wir die Spreads auf Basis unserer Simulationen leicht überzogen, die Risikoprämien sollten also wieder stärker sinken können - faire Werte sehen wir derzeit bei knapp 48 Basispunkten.

Devisenmärkte

Der US-Dollar hat in den letzten Wochen und Monaten gegenüber dem Euro an Wert verloren, dies geht vor allem auf erwartete Zinssenkungen der US-Notenbank, politische Unsicherheiten und eine - aufgrund der geringeren Flexibilität - relativ höhere realwirtschaftliche Stabilität der Eurozone zurück. Es kommt nun darauf an, wie sich die relative realwirtschaftliche Entwicklung fortsetzt: Derzeit dürfte die US-Wirtschaft schneller schwächer werden als das Euro-land, zumal die fiskalische Entwicklung Europa spürbar stützt. Vor allem wenn sich die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt weiter so akzentuiert, dürfte der US-Dollar weiter abwerten. Insgesamt ist somit auch weiterhin davon auszugehen, dass sich der Ausblick für die US-Wirtschaft voraussichtlich noch erheblich wird eintrüben müssen, bis die Amerikaner den Generalkurs bei den Zöllen nennenswert ändern werden. Bis zu dieser Erkenntnis bzw. deren Umsetzung könnte allerdings noch geraume Zeit vergehen. 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.

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.