

Geopolitik, Weltwirtschaft, Renten- und Devisenmärkte

Dr. rer. oec. Jan Bottermann 0201 8115 553

Internationale Aktienmärkte – Strategie

Dr. Frank Wohlgemuth, CIIA 0201 8115 556

Die USA nach der Wahl

Ekkehard Link, CFA 0201 8115 558

email: research@national-bank.de

Datum der Kursinformationen: 28.07.2025, 22:00 Uhr

Redaktionsschluss: 27.07.2025, 10:30 Uhr

Inhaltsübersicht

1. Geopolitische Rahmenbedingungen	1
2. Weltwirtschaftliche Grundlinien	3
3. Die USA nach der Wahl	6
4. Internationale Aktienmärkte – Strategie	9
5. Renten- und Devisenmärkte	11
6. Rechtliche Hinweise	14

Geopolitische Rahmenbedingungen

Nach wie vor befindet sich das internationale politische System in einem sehr dynamischen Wandel vom US-geführten Multilateralismus zur neuen multipolaren Ordnung. Wie selten zuvor sind dabei die geopolitische und die geoökonomische Entwicklung aufs engste miteinander verwoben: Viel, wenn nicht alles, wird, davon abhängen, ob es US-Präsident Donald Trump gelingt, seine geopolitischen und wirtschaftspolitischen Vorstellungen umzusetzen, ohne dass die amerikanische Volkswirtschaft größeren Schaden nimmt. Bis zur Stunde zeichnet sich zwar ab, dass die US-Konjunktur eine erhebliche Abschwächung durchlaufen, aber eben nicht in eine größere wirtschaftliche Krise geraten wird. Dies würde bedeuten, dass es Präsident Trump vorerst gelingen könnte, seine geopolitische Agenda weiter voranzutreiben. Der tatsächliche Umfang der Schäden an der US-Wirtschaft dürfte hier u.E. erst im weiteren Verlauf sichtbar werden: Das Gros des zollbedingten Preisschubes etwa steht der US-Wirtschaft noch bevor, die US-Verbraucher sehen sich dem größten zollbedingten realen Kaufkraftverlust seit 1936 gegenüber - die Abkühlung der Stimmung der US-Verbraucher ist noch nicht auf dem US-Arbeitsmarkt wirksam geworden. Mehr und mehr dürfte somit immer deutlicher werden, dass sich die USA in erster Linie selbst schaden – und dies gilt mit Blick auf die geopolitische Macht umso mehr, je stärker die USA in Relation zu den anderen großen Machtzentren zurückfallen: Je resilienter sich also die Weltwirtschaft entwickelt, desto kostspieliger wird es für die USA auch geopolitisch, den Handel mit dem Rest der Welt zu beschneiden. Auch Trump wird perspektivisch zu spüren bekommen, dass die Ökonomie eine zentrale Dimension der internationalen Politik bleibt. Die politische Agenda der Trump-Administration scheint zwar ideologisch vorgezeichnet, ob Sie allerdings tatsächlich Bestand hat, muss sich somit noch zeigen.



NATIONAL-BANK

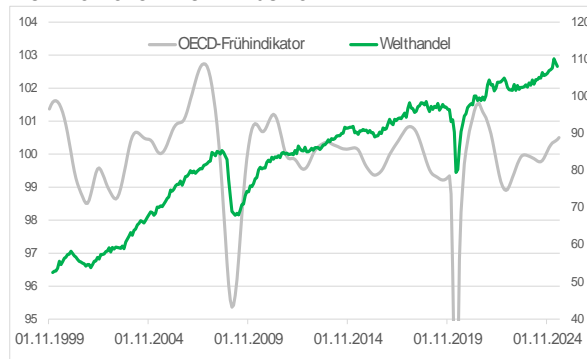
Mehr. Wert. Erfahren.

Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Sep. 25	Dez. 25	Mrz. 26	Jun. 26
DAX	24.250	24.500	25.000	25.500	26.000
Euro Stoxx 50	5.391	5.450	5.550	5.650	5.750
S&P 500	6.399	6.500	6.600	6.750	6.850
Tendersatz in %	2,15	1,90	1,85	1,85	1,80
10J Bundesanleihen in %	2,69	2,6	2,6	2,7	2,8
Fed Funds in %	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
10J US Treasuries in %	4,36	4,5	4,5	4,4	4,3
USD	1,15	1,15	1,15	1,17	1,19
GBP	0,87	0,86	0,86	0,85	0,84
CHF	0,93	0,93	0,92	0,93	0,94
AUD	1,77	1,76	1,76	1,78	1,81
NZD	1,94	1,90	1,89	1,92	1,95
NOK	11,79	11,70	11,60	11,55	11,50
Brent in USD/Barrel	71	71	73	71	70

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Global aggregierter Warenhandel und OECD-Frühindikator Weltwirtschaft



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Gerade in dieser Situation scheint sich nun unsere zentrale These aus dem **Ausblick Weltwirtschaft 2025**, dass der Übergang zu einem multipolaren System nicht zwingend mit einer Erosion des Weltwirtschaftsregimes verbunden ist, zu bewahrheiten: Die bis zuletzt vollkommen atypische Resilienz des Welthandels wird dabei nur dadurch erklärbar, dass der Aufstieg neuer Wirtschaftsmächte ebenfalls ein zentrales Wesensmerkmal der zunehmenden Multipolarität des internationalen Systems ist. 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 These der Deglobalisierung blieb trotz tiefgreifender geopolitischer Verwerfungen also bis zuletzt lediglich ein sowohl offenkundig hartnäckiges, aber gleichermaßen strikt unzutreffendes Narrativ: 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. Aus einer geopolitischen Perspektive heraus kann man schließlich berechtigterweise hoffen, dass ökonomische Sachzwänge die globale Machtkonkurrenz auch weiterhin restringieren: Grundsätzlich birgt die heraufziehende multipolare Weltordnung somit auch die Chance, dass sie marktgetriebene Konkurrenzprinzipien nicht nur in der Geoökonomie, sondern auch in der Geopolitik konfliktmindernd stärker zum Tragen bringt.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	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

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten
(Verbraucherpreise in %)

	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

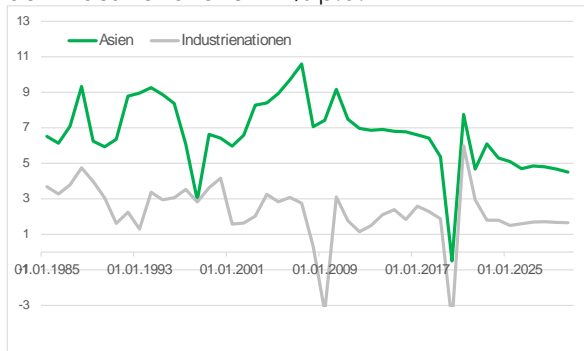
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Weltwirtschaftliche Grundlinien

Der globale Ausblick bleibt in hohem Maße mit erheblichen Risiken behaftet: Sie reichen von den handfesten konjunkturellen Risiken einer US-Rezession über die immer greifbarere militärische Bedrohung Westeuropas durch Russland bis hin zu den Gefahren für die Ölversorgung der Welt bei einer Reeskalation des Konfliktes zwischen Israel und dem Iran. Trotz dieses Höchstmaßes an geopolitischen und geoökonomischen Belastungen, hat sich die Weltwirtschaft gemäß unseren Erwartungen weiter sehr resilient entwickelt: Bis zuletzt stellten sich insbesondere die Indices für den globalen Handel weiter bemerkenswert robust dar. Auch der Blick auf die diesbezüglichen Frühindikatoren lässt gerade hinsichtlich der Exporte der asiatisch-pazifischen Region - also dem wichtigsten globalen Wachstumszentrum - eine hohe Resilienz erkennen. Insbesondere mehren sich die Anzeichen, dass es den Schwellenländern der Region insgesamt gelingt, ihre Exporte in andere Länder umzulenken: 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.

Die wirtschaftliche Entwicklung Asiens wird durch die US-Handelspolitik zwar enorm unter Druck gesetzt. Dennoch bleiben die Volkswirtschaften der Region widerstandsfähig. Vor allem die niedrigere Inflation entlastet Haushalte und Unternehmen. 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

IWF-Prognosen für das BIP-Wachstum in Asien und den Industrienationen in % p.a.



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

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 Ausblick für die Industrienationen bleibt unterdessen divers: Dreh- und Angelpunkt der weiteren konjunkturellen Perspektiven der USA 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 insbesondere 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 noch am Anfang – das Gros der Preisschocks, die von den US-Zöllen ausgehen, steht ja noch aus. Wir erwarten daher auch weiterhin, dass die US-Konjunktur in den kommenden Monaten deutlich an Fahrt verliert, die Abwärtsrisiken nehmen von Tag zu Tag weiter zu.

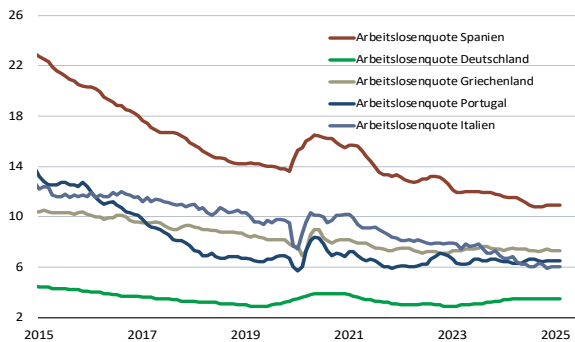
Frühindikatoren für die Eurozone: Kommissionsindikator, Geschäftsklimaindex Belgien



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Die konjunkturelle Entwicklung in Europa bleibt demgegenüber 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. Nach wie vor war den gesamteuropäischen Stimmungsin-

Entwicklung der Arbeitslosenquoten in ausgewählten Ländern in %



Quelle: Bloomberg, Eurostat, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am Bloomberg-Rohstoffpreisindex

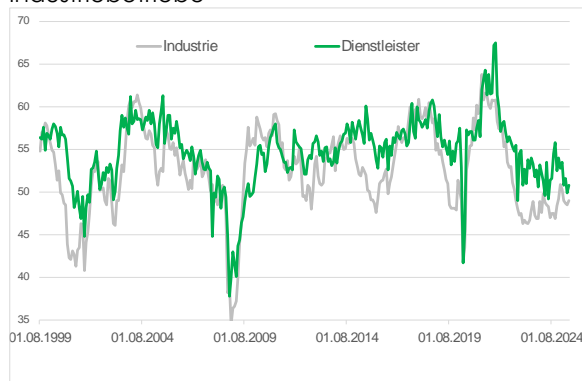


Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

diktoren aber bis zuletzt keine durchgreifendere Belegung zu entnehmen – sie erholten sich zwar etwas von den zurückliegenden Krisenniveaus, blieben aber in der Summe klar unterdurchschnittlich. 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: Die Eurozone wächst in den nächsten Jahren jedenfalls primär aufgrund der binnenwirtschaftlichen bzw. staatlichen Impulse.

Insgesamt bleibt mit Blick auf die erheblichen Vorzieheffekte zwar unverändert abzuwarten, ob dem Welthandel nicht doch noch ein spürbarer Einbruch bevorsteht. Nach wie vor bleiben zudem insbesondere auch 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 die immer düsteren wirtschaftlichen Perspektiven hätten die USA jedenfalls allen Anlass dazu, sich mit den anderen Handelspartnern auf ein erheblich handelsfördernderes Zollregime zu einigen. Es wird dabei auch im besten Falle noch erhebliche Zeit vergehen, bis auch die neue US-Administration die Vorteile des ehemaligen Freihandelsregimes zu schätzen weiß. Der globale Ausblick bleibt somit insgesamt hochgradig unsicher, die Risiken für die Prognose sind mannigfaltig und ungebrochen extrem hoch: 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 vor allem kurzfristig kaum abschätzbar. Wir gehen daher in der Summe davon aus, dass sich die globalen Wachstumsraten vor allem ausgehend von den USA und anderen westlichen Industrienationen weiter abkühlen werden, ab der Jahresmitte 2026 sollte dann weltweit eine verhaltene Erholung einsetzen, die Aussichten hängen dabei aber maßgeblich von der konkreten Entwicklung der globalen Handelspolitik ab. 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.

ISM-Frühindikatoren für die USA – Dienstleister und Industriebetriebe



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

USA unter neuer (alter) Präsidentschaft - Eine erste Bestandsaufnahme nach 180 Tagen

Im Rahmen unserer im **Ausblick Weltwirtschaft 2025** formulierten Einschätzung der wahrscheinlichen Auswirkungen und Folgen der zurückliegenden US-Präsidentschaftswahl stellten wir zwei wesentliche Vermutungen auf. Zum einen äußerten wir die Erwartung, dass mit dem überaus deutlich ausgefallenen Wahlergebnis die Nachkriegszeit der „Pax Americana“ mit ihren vielen vermeintlichen und tatsächlichen politisch-wirtschaftlichen Gewissheiten unwiderruflich an ihr Ende gelangt sei. Im Zeichen des politischen Schlachtrufs der Republikaner, „America First!“ würden dauerhafte Veränderungen anstehen, in den USA selbst aber auch in deren politisch-wirtschaftlichem Verhältnis zum Rest der Welt. Zum anderen vertraten wir die Einschätzung, dass das Wahlergebnis Voraussetzungen schuf, die der neuen Administration von Präsident Trump zumindest bis zu den nächsten Kongress-Zwischenwahlen am Jahresende 2026 ein weitgehendes „Durchregieren“ ermöglichen würden. Blickt man nun auf die seit Amtsantritt der neuen US-Administration vergangenen 180 Tage zurück, so zeigt sich „grosso modo“, dass die seither erlebte Realität diesem von uns gezeichneten Bild in der Tat recht deckungsgleich folgt.

Am deutlichsten kann man dies an der grundsätzlichen Haltung der Administration „Trump II“ erkennen, an nahezu jedwede innen- und auch außenpolitische Entscheidung den Maßstab des „nationalen Interesses der USA“ anzulegen. Kaum eine Verhaltensweise könnte nachdrücklicher verdeutlichen, wie sehr die USA der seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs eingenommenen Rolle einer globalen Ordnungsmacht, erst recht der eines „Weltpolizisten“ müde, ja überdrüssig sind. Zugleich wird ein von einer US-Regierung bislang ungesehener Furor sichtbar, auf allen administrativen Ebenen sachlich und personell grundstürzende Veränderungen durchzusetzen, um den politischen Kurs des Landes neu auszurichten. Dabei ist als Grundlage und Handelsanleitung die Handschrift des „Project 2025“ genannten Papiers der Heritage Foundation – einer dezidiert konservativen, einflussreichen Denkfabrik – unübersehbar. Angestrebt wird eine Umgestaltung des politischen Systems der

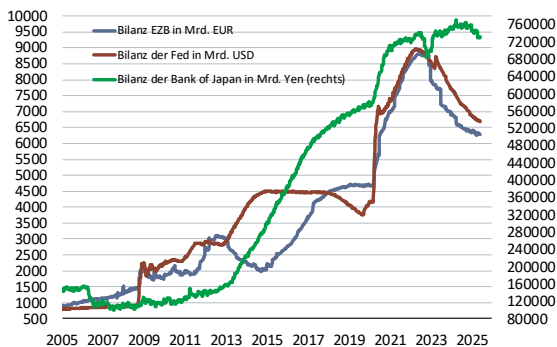
Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am Bloomberg Inflation-Linked Index



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

USA, indem die exekutive Macht stärker in den Händen des Präsidenten – Donald Trump – gebündelt sein soll. Der Handlungsspielraum der Exekutive soll ausgeweitet werden und weniger Einschränkungen durch Legislative und Judikative unterliegen. Innenpolitisch zeigt sich dies vor allem in der Schaffung des „Department of Government Efficiency“ (DOGE) und dessen Ausstattung mit nahezu unbeschränkten Befugnissen. Während diese Behörde vordergründig den Auftrag hat, mangelnde Verwaltungseffizienz auf allen -ebenen aufzudecken, geht es nicht zuletzt vor allem darum, auf allen Verwaltungsebenen personelle Neubesetzungen mit den Trump-Republikanern treuen Gefolgsleuten zu installieren: „Loyalität von oben bis unten!“ ist hier das offen ausgesprochene Ziel, um in dieser Hinsicht ein „Replay 2016-2020“ zu verunmöglichen.

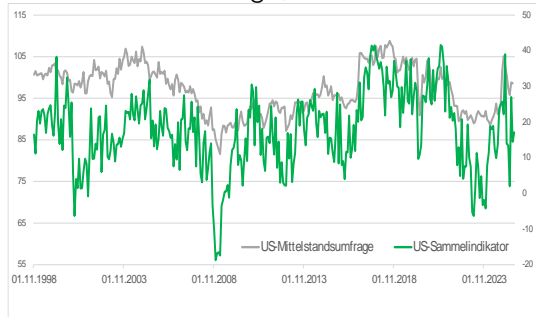
Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

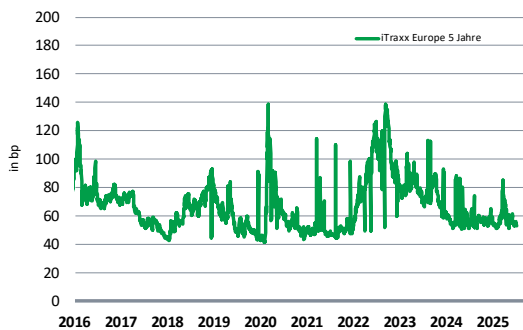
Ein weiteres bedeutsames, innenpolitisch motiviertes Ziel richtet sich darauf, die (ungesteuerte) Migrationsentwicklung in die USA, vor allem über die Südgrenze des Landes, (wieder) unter Kontrolle der Regierung zu stellen, die Auswirkungen dieser Migration so weit als möglich zu begrenzen und den Migrationsfluss in die USA idealerweise umzukehren. Dafür wurde die zuständige US-Einwanderungs- und Zollbehörde (United States Immigration and Customs Enforcement, ICE) mit nahezu unbegrenzten Befugnissen ausgestattet. ICE ist nun die Speerspitze der Regierung bei der Neugestaltung der US-Einwanderungspolitik. Sie ist verpflichtet, das von Regierungsseite ausgegebene Ziel des Aufgreifens von 3.000 illegalen Einwanderern pro Tag zu erfüllen, von denen so viele wie möglich im Anschluss daran die USA verlassen sollen. Sie sollen zurückkehren in ihre Herkunftsländer, aber auch in andere Länder verbracht werden, die sich zu ihrer Aufnahme bereit zeigen. Neben den beschriebenen Hauptzielsetzungen wurde nahezu die gesamte konservative Agenda in einem einzigen großen Haushaltsgesetz („One Big Beautiful Bill“ genannt) verankert, das am 04. Juli d. J. verabschiedet wurde. Es beinhaltet die permanente Festschreibung der von der ersten Trump-Regierung im Jahr 2018 gewährten Steuersenkungen, die ansonsten im Jahr 2025 ausliefen. Daneben soll zur Finanzierung das Schuldenlimit der US-Regierung auf USD 5.000 Mrd. angehoben werden und sich die bestehende Staatsverschuldung bis zum Jahr 2034 um ca. USD 2.800 Mrd. erhöhen. Die Ausgaben für das Militär und die Vertei-

Frühindikatoren für die Investitionsnachfrage – US-Mittelstandsumfrage, US-Sammelindikator



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Kreditrisikoaufschläge für Unternehmen gemessen am iTraxx Europe 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

digung erhöhen sich um ca. USD 150 Mrd. p. a., während die Gesamtausgaben des Bundes um ca. USD 1.200 Mrd. gekürzt werden sollen. Diese Kürzungen treffen hauptsächlich die staatliche Krankenversicherung Medicaid und die Finanzierung von Lebensmittelhilfen.

Außenpolitisch trägt die Agenda der Regierung Trump einerseits der Tatsache Rechnung, dass auf globaler Ebene längst ein politisches und wirtschaftliches Ringen der USA und der VR China eingesetzt hat, in dem die USA bestrebt sind, das aufstrebende ostasiatische Großreich „'at-arm's-length' zu halten“: Es gilt, die eigene globale politische und technologisch-wirtschaftliche Vormachtstellung zu verteidigen und zu festigen, wozu auch gehört, die militärische und politische Präsenz im Pazifikraum zu wahren. Andererseits und um eine Überdehnung der militärischen und wirtschaftlichen Kapazitäten der USA zu vermeiden, wird wie Ende letzten Jahres von uns erwartet und beschrieben eine rigoros veränderte Lastenteilung mit Verbündeten in Europa und anderswo durchgesetzt. Davon zeugt der im Juni d. J. erfolgte Beschluss der NATO-Mitgliedsstaaten, ihre Verteidigungsausgaben bis auf 5 % ihres jeweiligen Bruttoinlandsprodukts (BIP) anzuheben. Und auch die Nahost-Politik der USA nimmt den von uns erwarteten Verlauf einer dezidierten Unterstützung und Orientierung an den Belangen Israels. Nicht zuletzt ein massiver Militärschlag der USA gegenüber dem Iran während des Monats Juli 2025 dient hier als Beleg. Und schließlich strebt die Außenwirtschaftspolitik der USA mit dem Instrument der Zollverhängung eine Neuausrichtung der globalen Handelsströme an.

Noch zeigt sich sowohl die wirtschaftliche Verfassung als auch die der Finanzmärkte in den USA wie global in stabiler Manier. Es erscheint jedoch angebracht, der künftigen politisch-wirtschaftlichen Entwicklung der USA auch weiterhin größte Aufmerksamkeit zu schenken. Neben dem Ringen um Zölle könnte sich hier das Ringen um die Unabhängigkeit künftiger Geld- und Währungspolitik der US-Zentralbank als äußerst bedeutsam und folgenschwer für die künftige Finanzmarktentwicklung erweisen.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Sep. 25	Dez. 25	Mrz. 26	Jun. 26
DAX	24.250	24.500	25.000	25.500	26.000
Euro Stoxx 50	5.391	5.450	5.550	5.650	5.750
S&P 500	6.399	6.500	6.600	6.750	6.850

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	18.500 - 26.000
Euro Stoxx 50	4.500 - 5.900
S&P 500	5.400 - 6.900

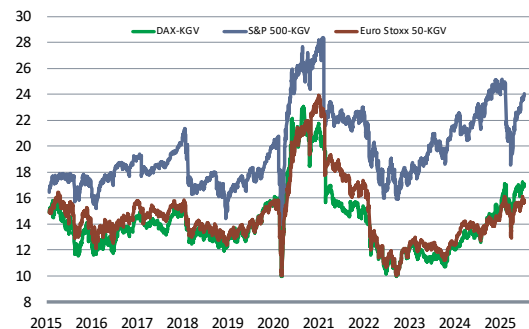
Quelle: NATIONAL-BANK

Internationale Aktienmärkte – Strategie

Ein Blick auf die ersten sechs Monate des Jahres zeigt Bemerkenwertes: Eine signifikante Outperformance der europäischen Aktienindizes gegenüber ihren US-Pendants. In Zahlen manifestiert blickt der DAX respektive der Euro Stoxx 50 im ersten Halbjahr auf ein Jahresplus von 20,1% bzw. 8,3%, der S&P 500 ist um 5,5 % gestiegen. Die relative Stärke der europäischen Aktienmärkte zu ihren US-Pendants hat aufgrund der chaotischen US-Zollpolitik insbesondere im ersten Quartal stattgefunden, im zweiten Quartal und in den ersten Wochen des dritten Quartals haben die US-Indizes - angefeuert von einer signifikanten Rally der Tech-Unternehmen - wieder deutlich in die Erfolgsspur zurückgefunden. Aus unserer Sicht ist ein diversifiziertes Weltaktiendepot weiterhin das Maß aller Dinge für den Anleger. Unsicherheiten bezüglich Aktienanlagen in den USA basieren vorrangig auf den Risiken, welche durch die erratische Handelspolitik der US Regierung ausgelöst werden. Letztendlich mündet diese Politik in einer Fülle von Einzelfallregelungen in Abhängigkeit des bilateralen Verhandlungsgeschicks. Es sollte aber nicht in Vergessenheit geraten, dass die negativen Folgen dieser aus Sicht der USA verhängten Zwangsabgaben für tradierte Handelspartner erst sukzessive zum Vorschein kommen werden. Trotzdem: Unsere Kernthese aus dem **Ausblick Weltwirtschaft 2025** weiterhin steigender globaler Aktienkurse hat sich folglich eindrucksvoll bestätigt.

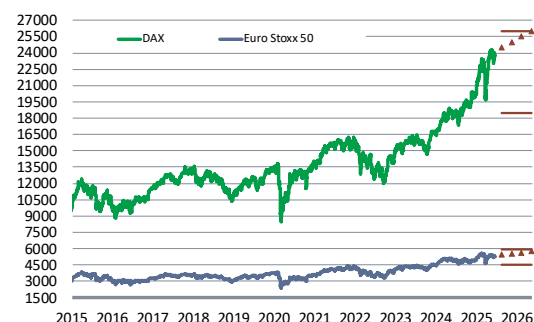
Die Renaissance der US-Aktien steht aus unserer Sicht trotz aller Unkenrufe auf soliden Füßen. Gerade die merklich höhere Produktivität der US Wirtschaft im Vergleich zu Europa führt dazu, die historisch höhere US-Aktienmarktbeurteilung zu legitimieren. Gerade der immense Vorsprung der USA gegenüber Europa hinsichtlich der Verwendung von Künstlicher Intelligenz in der Unternehmenslandschaft sollte das US-Produktivitätswachstum zukünftig weiter ankurbeln. Die US-Technologieführerschaft gegenüber Europa erscheint so weit vorangeschritten, dass es nahezu unmöglich sein wird, diese spürbar zu reduzieren. Für die europäischen Aktienmärkte spricht hingegen das grundsätzlich weniger erratische Vorgehen der Politik

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen

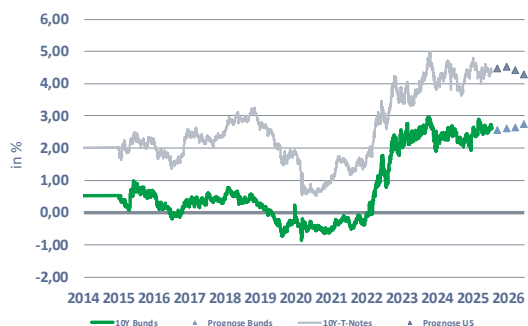


Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

sowie eine neu entfachte Investitionsfreude, welche sich im Besonderen in massiven Investitionen in die Rüstungsindustrie niederschlägt.

Aber auch viele europäische Unternehmen erscheinen weiterhin aussichtsreich. Für sie spricht der oftmals sehr hohe Anteil an Umsätzen, die im nichteuropäischen Ausland erzielt werden. Dieser ermöglicht eine weitgehende Abkoppelung von der anhaltenden Konjunkturschwäche im Euroraum. Die internationale Diversifikation der Geschäftstätigkeit hat sich folglich zu einem zentralen Erfolgsfaktor entwickelt. In einem „Weltaktiendepot“ sollten auch die asiatischen Volkswirtschaften Berücksichtigung finden. Für diese spricht grundsätzlich eine wesentlich höhere Dynamik der Wirtschaft sowie eine starke Hinwendung zu technologischen Branchen. Ein wesentlicher Treiber für den jüngsten Aktienmarktaufschwung ist die Erwartung weiterer deutlicher Zinssenkungen der bedeutsamen Notenbanken. Die US-Notenbank befindet sich momentan im Verharrungsmodus, bis mehr Klarheit über die Folgen der Zollerhebungen der US-Regierung herrscht. Wir denken, dass die US-Zölle zwar einen inflationssteigernden Effekt haben werden, dieser dürfte aber von den disinflationären Signalen, die bereits seit geraumer Zeit vom US-Arbeitsmarkt ausgehen, überkompensiert werden. Die Fed sollte daher in der Lage sein, im weiteren Verlauf des Jahres und darüber hinaus, ihren zinssenkenden Kurs wieder aufzunehmen. Des Weiteren dürfte der europäische Zinssenkungszyklus noch nicht am Ende sein. Nicht vernachlässigt werden bei der Finanzanlage sollte das Segment der Verteidigung respektive Militärtechnologie, gerade auch im Zusammenspiel mit Künstlicher Intelligenz. Dieses Segment entwickelt sich zu dem Zukunftsthema schlechthin. Wenn die letzten Jahre leider etwas gezeigt haben, dann dies, dass ohne Sicherheit alles nichts wert ist. Diesen Gedanken sollten sich auch die Anleger zu eigen machen.

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rentenmärkte

Die internationalen Rentenmärkte bleiben durch die wirtschaftspolitischen Volten der Trump-Administration erheblichen Scherkräften ausgesetzt: Auf der einen Seite werden sukzessive die inflationsdämpfenden Effekte der wirtschaftspolitischen Unsicherheit wirksam. Dies betrifft die insgesamt sinkende gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die sich in einem sich weiter ausprägenden abwärts gerichteten Kernpreistrend manifestieren dürfte. Auf der anderen Seite werden derzeit in besonders zoll-exponierten Bereichen die ersten Ausläufer der US-Handelspolitik spürbar – das Gros der Preisimpulse dürfte hier noch ausstehen, wohl auch weil der Preisdruck durch einen hohen Lagerbestand noch in Grenzen gehalten werden konnte. Da zudem absehbar ist, dass die Gegenfinanzierung der US-Steuersenkungen durch Zölle keinesfalls ausreichen wird, potenzieren sich derzeit die Risiken für eine sich möglicherweise sogar gegenseitig verstärkende Aufwärtsdynamik von Zinssätzen und Staatsverschuldung. Trotz aller Unberechenbarkeit Trumps bleiben die Risiken an den internationalen Rentenmärkten u.E. aber insgesamt begrenzt. Die quantifizierende Analyse verweist hier darauf, dass der mit Abstand größte Einflussfaktor für das US-Zinsniveau die Inflationsentwicklung ist. Der maßgebliche Treiber des unterliegenden Preistrends in den USA ist die US-Lohndynamik. Die Verwerfungen der Pandemie haben in den letzten fünf Jahren zu einer systematischen Übernachfrage nach Arbeitskräften geführt, unter anderem, da der pandemiebedingte Strukturwandel ganze Alterskohorten frühzeitig aus dem Arbeitskräftereservoir verbannte. Aufgrund der daraus resultierenden Überauslastung des Ressourcenpools wies die amerikanische Lohndynamik eine signifikante Beschleunigung auf: So stieg die Jahresveränderungsrate der US-Stundenlöhne im zweiten Jahr der Pandemie auf ein 45-Jahreshoch.

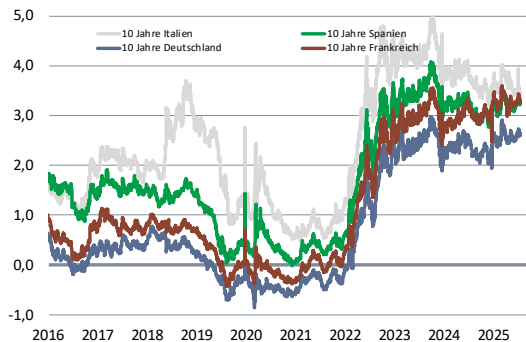
Zinsprognose in %

	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	4,6	4,2	4,0	4,0
2J Treasuries	3,90	4,1	4,1	3,9	3,8
10J Treasuries	4,36	4,5	4,5	4,4	4,3
Tendersatz	2,15	1,90	1,85	1,85	1,80
3M-Euribor	2,03	1,8	1,7	1,7	1,7
2J Bundesanleihen	1,93	1,8	1,8	1,9	1,9
10J Bundesanleihen	2,69	2,6	2,6	2,7	2,8

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

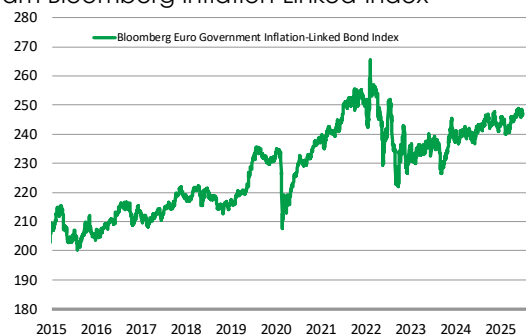
Für die Zinsprojektion ist somit zentral, dass der amerikanische Arbeitsmarkt nach einem halben Jahrzehnt der Anpassung zuletzt wieder ins Gleichgewicht gerückt ist, so dass der Lohndruck weiter spürbar abnehmen wird. Dies gilt umso mehr,

Renditeentwicklung ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am Bloomberg Inflation-Linked-Index

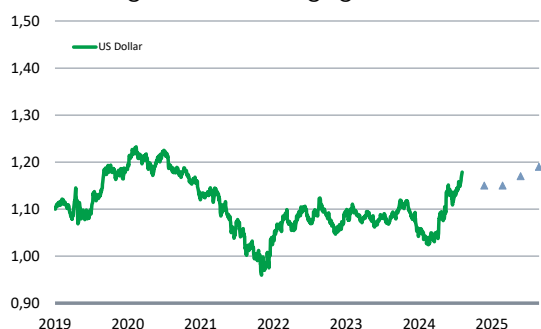


Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

als dass die wachstumsdämpfende Trump'sche Wirtschaftspolitik ohnehin zu einer erheblichen Verminderung der Arbeitskräftenachfrage führen dürfte. Gemäß unseren Simulationen ist 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. Im Ergebnis dürften die disinflationären Effekte der Moderation der Lohnkosten die preistreibenden Effekte der US-Handelspolitik mit der Zeit deutlich überkompensieren: Vorbehaltlich wirtschaftspolitischer Extremszenarien spricht der empirische Befund ungebrochen für eine Konvergenz der US-Sätze, zumindest in Richtung prä-pandemischer Niveaus. 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 abschätzbar wird. Die Fed wird also zumindest zunächst weiter zuwarten - wir rechnen erst für das vierte Quartal 2025 mit einer weiteren Zinssenkung durch die US-Notenbank. Wir gehen in der Summe 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 den jüngsten Zinssenkungen 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. 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

Entwicklung des US-Dollar gegen Euro



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

chinesischen Exporten, die nunmehr wie oben ausgeführt nach Europa umgelenkt werden, erhebliche disinflationäre Impulse ausgehen dürften. Wir erwarten daher, dass die EZB die Zinsen bereits beim nächsten 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 dezidierter bzw. im Zweifel auch schneller handelt. 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.

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. Ogleich 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 bzw. deren Umsetzung, dürfte allerdings noch geraume Zeit vergehen. Insofern ist davon auszugehen, dass sich die Fundamentalfaktoren weiterhin zu Ungunsten der amerikanischen Wirtschaft und somit zu Gunsten des Euro entwickeln werden. Zuletzt hat sich die US-Leistungsbilanz zudem massiv eingetrübt, was auch weiterhin erheblichen Abwärtsdruck auf den US-Dollar ausüben sollte. 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 nunmehr gleichgewichtige Kurse von EURUSD um 1,19.

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Okt. 25	Jan. 26	Apr. 26	Jul. 26
USD	1,15	1,15	1,15	1,17	1,19
JPY	171	166	164	166	168
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
CAD	1,59	1,57	1,57	1,59	1,61
AUD	1,77	1,76	1,76	1,78	1,81
NZD	1,94	1,90	1,89	1,92	1,95
CHF	0,93	0,93	0,92	0,93	0,94
NOK	11,79	11,70	11,60	11,55	11,50
SEK	11,16	11,00	10,90	10,80	10,70
Renminbi	8,28	8,23	8,21	8,34	8,46

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

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 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.