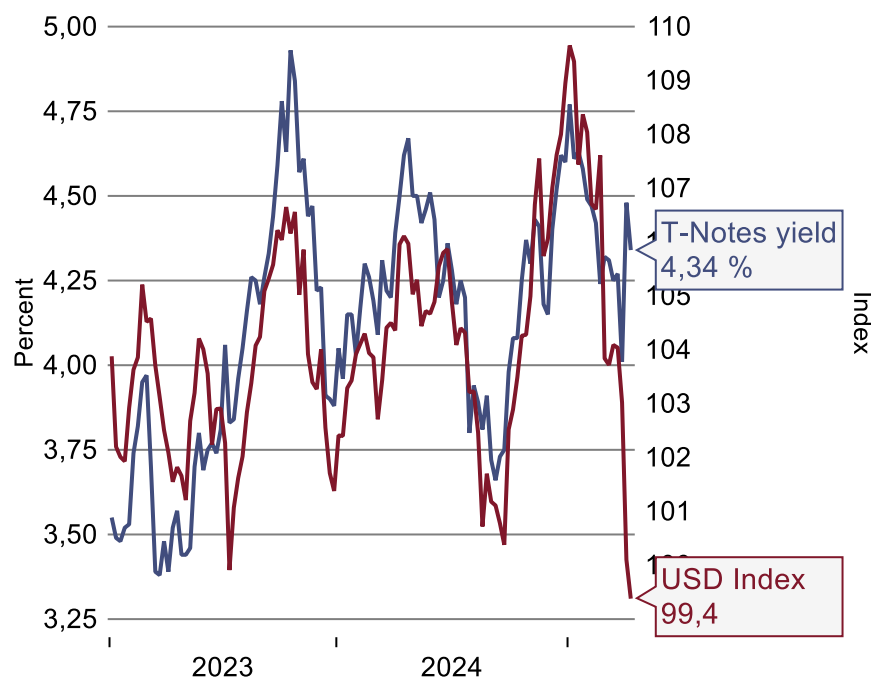


Wochenbarometer

CHART DER WOCHE

Mar-a-Lago und der Vertrauensverlust

United States, T-Notes yield (lhs) vs. USD Index (rhs)



Source: Macrobond, HCOB Economics, U.S. Department of Treasury, Intercontinental Exchange (ICE)

Das Chart zeigt den Zusammenhang zwischen den Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen (T-Notes) und dem US-Dollar-Index seit 2023. Letzterer drückt die Stärke des Dollars relativ zu sechs wichtigen Währungen aus. Im dargestellten Zeitraum zeigt sich eine Korrelation von 0,7. Der Zusammenhang kann sich allerdings in krisenhaften Zeiten ändern, wenn die Anleger ihr Geld in einen "safe haven" bringen wollen. Aufgrund der Rolle des Dollars als internationale Reservewährung ging dies bisher i.d.R. mit einer verstärkten Nachfrage sowohl nach Dollar als auch nach T-Notes einher. Dann sinken die Renditen, während der Dollar aufwertet. Am aktuellen Rand hat sich dieses Phänomen jedoch umgekehrt. Angesichts von Trumps erratischer Handelspolitik verlieren

die Finanzmärkte zunehmend das Vertrauen in die USA und ziehen ihr Kapital ab. Infolgedessen zogen die Renditen der T-Notes zuletzt stark an, während der Dollar massiv abwertete. In diesem Zusammenhang sei an ein Papier des Trump-Beraters Stephan Mirran (Mar-a-Lago Accord) erinnert. Darin wird eine Überbewertung des Dollars aufgrund seines Status als Reservewährung beklagt und eine Abwertung gefordert. Auch fordert er, dass ausländischer Gläubiger ihre US-Staatspapiere umwandeln in Papiere mit längerer Frist und geringer Verzinsung. Angesichts dessen erscheint der aktuelle US-Vertrauensverlust nur folgerichtig.

Philipp Schulz

Inhalt

Seite 1

Chart der Woche
Mar-a-Lago und der Vertrauensverlust

Seite 2

Wochenkommentar
US-Notenbank:
Der Wert der Unabhängigkeit

Seite 4

Rentenmärkte
Stabilisierung in nervösen Zeiten

Seite 6

Devisenmarkt
Steter Quell der Volatilität

Seite 8

Gas-Markt-Analyse
Gasmarktpreise auf dem Rückgang

Seite 9

Blick in die kommende Woche, Aktuelle Zahlen, Prognosen

Seite 12

Impressum

DER WOCHENKOMMENTAR

US-Notenbank: Der Wert der Unabhängigkeit

Die Märkte sind gerade dabei, den Wert der politischen Unabhängigkeit der Fed abzuschätzen. Und unterschätzen sie vermutlich maßlos.

Nach den unwürdigen verbalen Attacken von US-Präsident Donald Trump auf den Fed-Chef Jerome Powell („... there can be a SLOWING of the economy unless Mr. Too Late, a major loser, lowers interest rates, NOW.“) hat die Marktkapitalisierung des S&P 500 am 21. April um 1,03 Billionen US-Dollar nachgegeben, die US-Staatsanleihen (T-Notes und T-Bonds) dürften in einer groben Berechnung knapp 100 Mrd. US-Dollar niedriger bewertet worden sein und Investoren aus der Eurozone, die US-Dollar halten, mussten Kursverluste von etwa 1 % verschmerzen. Am 22. April ging dann die Trump-Äußerung über die Ticker „Ich habe nicht die Absicht, ihn zu entlassen“ und die Märkte reagierten postwendend und revidierten die Kursbewegungen des Vortages weitestgehend.

Wirtschaft insgesamt leidet unter Angriff auf die Fed

Der tatsächliche Schaden, den eine nachhaltige Minderung der Glaubwürdigkeit der US-Notenbank anrichten kann, geht natürlich weit über taggleiche Marktbewegungen hinaus. Denn ein Angriff auf die Fed mit der Folge eines Rauswurfs von Jerome Powell schlägt sich nicht nur in den Portfolios von Investoren nieder, sondern wäre bei den privaten Haushalten spürbar, in der Form einer höheren Arbeitslosigkeit, einem inflationsbedingten Verlust an Kaufkraft und höheren Langfristzinsen für Hypothekenkredite sowie einer Ausweitung der Risikoaufschläge für Konsumenten- und Unternehmenskredite. Denn wenn die US-Notenbank politisch agieren würde, würden die Zinsen auch bei einer hohen Inflation gesenkt, die Wirtschaft würde eher überhitzen mit der Folge einer umso tieferen Rezession. Darüber hinaus würde mit der Institution der Fed der US-Dollar als Weltreservewährung an Glaubwürdigkeit verlieren. Der US-Dollar würde noch stärker abwerten, die Inflation stärker steigen.



Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: +49 160 90180792

Suche nach einem Schuldigen

Die Frage ist, ob die Märkte zurecht das Thema wieder abgehakt haben oder ob schon bald die nächste Salve auf die Fed droht. Das unmittelbare Motiv für die ungezügelter Wortmeldungen des US-Präsidenten ist klar: Falls es zu einer Rezession kommt, möchte er schon jetzt klarstellen, wer daran schuld ist – Jerome Powell, nicht Donald Trump. Insofern muss man davon ausgehen, dass die Wahrscheinlichkeit erneuter Angriffe umso höher wird, je schlechter die US-Wirtschaftsdaten werden. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert zwar keine Rezession, sondern ein Wachstum von 1,8 %. Aber die Rezessionswahrscheinlichkeit sieht der Fonds bei ungewöhnlich hohen 37 %. Wir gehen davon aus, dass das BIP mindestens zwei Quartale hintereinander schrumpfen wird und das Jahreswachstum lediglich bei 0,8 % liegen wird.

Das Gesetz ist unklar, die richterliche Auslegung nicht

Ist es rein rechtlich möglich, Jerome Powell abzusetzen? Das Gesetz (Federal Reserve Act, Sektion 10) ist hier nicht sehr eindeutig: „... each member shall hold office for a term of fourteen years (...), unless sooner removed for cause by the president.“ Dieses Gesetz gilt auch für Jerome Powell, der 2012 zum Governor ernannt wurde, bevor er dann 2018 von Donald Trump selber als Präsident vorgeschlagen und vom Senat bestätigt wurde. Der Oberste Gerichtshof hat 1935 das Gesetz etwas präzisiert und sieht als mögliche Gründe für eine Entlassung („for cause“) schwerwiegendes Fehlverhalten, Pflichtverletzung oder Amtsunfähigkeit. Trump würde vermutlich sagen, passt, genau das werfe ich Powell vor. Aber wenn es tatsächlich dazu käme, dass der US-Präsident Powell vorzeitig aus dem Amt entlässt, käme es – so darf man Powells Äußerungen zu diesem Thema interpretieren – vermutlich zu einem Rechtsstreit, der dann erneut (wie 1935) vor dem Obersten Gerichtshof landen

würde. In einer ersten Reaktion könnte es sein, dass Powell zunächst den Vorsitz des Board of Governors (sieben Mitglieder) verliert, aber von seinen Kollegen in seinem Amt als Vorsitzender des Offenmarktausschusses (FOMC) bestätigt wird, da es sich auf dem Papier um zwei verschiedene Ämter handelt. Im FOMC sitzen neben den Gouverneuren auch fünf (rotierende) Fed-Präsidenten der Fed-Distrikte.

Was ist mit den internationalen Swaplinien?

Die Einflussnahme der Regierung auf die Fed kann aber auch stattfinden, wenn Powell noch im Amt ist. So legt das Finanzministerium die Wechselkurspolitik fest. Nun gehen wir nicht davon aus, dass Trump einen festen Wechselkurs anstrebt oder den Dollar gezielt durch Interventionen abwerten möchte – möglich wäre es aber. Die andere Frage ist, ob Trump sich auch einmischt bei der Entscheidung, Zentralbanken aus anderen Ländern US-Dollar-Liquidität über Swaplinien zur Verfügung zu stellen. Sollten im Fall einer Dollarknappheit die USA anderen Ländern diese Liquiditätsausleihungen verweigern, könnte das die Finanzmärkte in Turbulenzen stürzen.

Persönliche oder institutionelle Loyalität

Der tatsächliche Wert der Unabhängigkeit von Notenbanken bemisst sich nicht daran, wie die Märkte an dem einen oder anderen Tag reagieren. Vielmehr bedeutet die Politisierung der Notenbank, dass das Wirtschaftssystem grundsätzlich in Frage gestellt wird. Die Instrumentalisierung der Notenbank, um beispielsweise durch erzwungene Zinssenkungen die Wirtschaft kurzfristig anzukurbeln und auf diese Weise die Wahlchancen zu erhöhen, ist das Rezept, wie man eine Ökonomie nachhaltig destabilisiert, Planungssicherheit ad absurdum führt und das langfristige Wachstumspotenzial reduziert. Das Vorhaben, die Notenbank unter die Kuratel des Weißen Hauses zu stellen, fügt sich daher nahtlos in das offensichtliche Bestreben der US-Regierung ein, die Welthandelsordnung auf den Kopf zu stellen und die Rechtsstaatlichkeit und den ordnungspolitischen Ansatz zu unterhöhlen.

Auch wenn Trump auf eine vorzeitige Entlassung von Powell verzichtet, wird es vermutlich im Vorfeld des Endes der Amtszeit von Jerome Powell (Mai 2026) erneut unangenehm, auch für die Märkte. Es wird dann darauf ankommen, ob die Person, die von Trump ernannt wird, sich eher der Loyalität zum Präsidenten verpflichtet fühlt oder den im Statut festgehaltenen Zielen der Fed (Preisstabilität und maximale Beschäftigung) und damit dem Wohl des Landes. Abgesehen davon darf man bis dahin froh sein, wenn Powell die Schimpftiraden des Präsidenten, von denen sicherlich noch einige zu erwarten sind, an sich abprallen lässt und auch die anderen Notenbankgouverneure nicht das Handtuch werfen.

RENTENMÄRKTE

Stabilisierung in nervösen Zeiten

Nach den Kapitalmarkturbulenzen seit Anfang April, die die US-Regierung mit der Ankündigung länderspezifischer Importzölle ausgelöst hatte, scheint in dieser Berichtswoche zumindest wieder etwas Normalität an den Finanzmärkten eingekehrt zu sein. Die zehnjährigen US-Staatsanleihen rentieren derzeit bei 4,36 %, die deutschen Pendanten bei 2,49 %. Die Höchststände des Jahres lagen noch bei 4,56 % bzw. 2,92 %.

Deutschland: Staatsanleiherendite, 10 J. Laufzeit (in Prozent, p.a.)



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Für die wesentlichen Marktbewegungen haben allerdings auch in dieser Woche Äußerungen aus Washington gesorgt: Zu Beginn der Woche haben Sorgen über die Unabhängigkeit der US-amerikanischen Zentralbank, der Fed, zugenommen, nachdem Donald Trump seinem Unmut über das zögerliche Vorgehen der Fed freien Lauf gelassen hatte. Trump forderte eine sofortige Leitzinssenkung von Fed-Chef Powell. Die öffentliche Attacke wurde an den Finanzmärkten als schlechtes Zeichen aufgenommen, das das Vertrauen in den Finanzstandort USA zusätzlich beschädigte, und führte zu Kursverlusten bei US-Anleihen, Aktien und dem US-Dollar. Am Mittwoch schwächte Trump seine Kritik an Powell wiederum ab und erklärte öffentlich, dass er „nicht die Absicht [habe], ihn zu entlassen“. Daraufhin drehte sich die Marktstimmung wieder ins Positive.

Es gibt zudem erste Signale für Erleichterungen der US-Zollpolitik: Berichten des „Wall Street Journals“ zufolge, erwägt die US-Regierung, die Zölle auf chinesische Importe deutlich zu senken. Zurzeit werden US-Zölle in Höhe von 145 % auf Importe aus China erhoben, im Gespräch sei eine Senkung auf bis zu 50 % – was allerdings immer noch ein erhebliches Niveau wäre. Trump selbst äußerte sich ebenfalls zuversichtlich: „Wir werden einen fairen Deal mit China machen.“ Auch gegenüber Indien und Japan gibt es aktuell

Hoffnungen auf positive Fortschritte im US-Handelsstreit. Sollten diese Meldungen bestätigt werden, dürften Aktienkurse in dem volatilen Umfeld noch deutlicher zulegen. Für die Rentenmärkte scheint die zu erwartende Bewegung nicht so eindeutig vorhersagbar zu sein: Nachdem die US-Staatsanleihekurse in Reaktion auf die Zölle deutlich nachgegeben haben, kann bei möglichen Zoll-Verhandlungserfolgen mit Kursgewinnen bei den Staatsanleihen gerechnet werden. Hintergrund ist die relativ einfache Mechanik, dass die Einführung von Zöllen zu einer „Sell America“-Stimmung geführt hatten und dementsprechend Verhandlungserfolge und ein Abmildern der US-Zölle eine „Buy America“-Welle auslösen könnten. Das traditionelle Muster von steigenden Anleihekursen bei sinkenden Aktienpreisen (und vice versa) scheint derzeit angesichts des erheblichen Vertrauensverlustes in die US-Politik, den US-Dollar und damit in US-Vermögenswerte nicht zu gelten.

USA: Staatsanleiherendite, 10 J. Laufzeit (in Prozent, p.a.)



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Derweil bleiben die weltweiten Konjunktursorgen präsent und die Stimmungsindikatoren weisen in den USA und in der Eurozone tendenziell nach unten. In den USA ist der Composite Flash PMI vom 23.04. im Vergleich zum Vormonat deutlich gefallen und zeigt die schwächste privatwirtschaftliche Aktivität der vergangenen 16 Monate. Auch in der Eurozone hat der HCOB PMI eine wirtschaftliche Abschwächung signalisiert. Vor allem die schwache Auftragslage sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor bereitet Sorge, insbesondere im Hinblick auf die weitere Entwicklung. Einzig der am 24. April veröffentlichte ifo-Geschäftsklimaindex für den April ist – entgegen den Analysten-Erwartungen – leicht gestiegen. Hier könnte die Einigung auf einen Koalitionsvertrag in Deutschland und somit die Hoffnung auf eine bald amtierende neue, handlungsfähige Bundesregierung mit großem

handlungs- und fiskalpolitischen Spielraum die negativen Zollaussichten überwogen zu haben.

Auch der IWF hat im jüngst erschienenen „World Economic Outlook“ den konjunkturellen Ausblick für die Weltwirtschaft verschlechtert: Hintergrund sind die von den USA ausgehenden Handelsstreitigkeiten, die laut IWF-Chefökonom Gourinchas eine „neue Ära“ im globalen Wirtschaftssystem auslösen würden. Für Deutschland wird nur noch ein Nullwachstum im Jahr 2025 erwartet, für die USA wurde die Wachstumsprognose um 0,9 Prozentpunkte auf 1,8 % BIP-Wachstum im laufenden Jahr herabgesetzt – mit einer erhöhten Rezessionswahrscheinlichkeit von 40%. Die Fed ist damit voraussichtlich weiterhin mit einem komplizierten Umfeld konfrontiert – mit tendenziell zollbedingt steigenden Preisen und gedämpftem Wachstum. Für die nächste Fed-Sitzung am 07.05. erwarten wir daher ein Andauern der Zinspause. Für die EZB ergibt sich unserer Meinung nach vor dem Hintergrund langsameren Wachstums und potentiell niedrigerer Preise, ausgelöst durch die vermehrte Einfuhr asiatischer Güter, die vom US-Markt durch die Zollpolitik verdrängt werden, mehr Spielraum für Zinssenkungen. Wir erwarten daher für das Jahr 2025 noch drei weitere Zinssenkungen vonseiten der EZB. Bundesbank-Chef Nagel zeigte sich dieser Tage bei der Frühjahrstagung von IWF und Weltbank zuversichtlich, dass die EZB das Ziel der Preisstabilität in diesem Jahr erreichen werde.

Nächste Woche steht die Veröffentlichung der BIP-Daten für das erste Quartal und der Inflationsdaten für den April in den USA und den großen Eurozonenländern an. Insbesondere die Wachstumsdaten aus den USA am kommenden Mittwoch (30.04.) dürften von besonderer Brisanz sein, unser Nowcasting-Modell prognostiziert einen Rückgang um annualisiert 2 %. Außerdem steht der Arbeitsmarkt in den USA (JOLTS, 29.04. und Non Farm Payrolls) auf der Agenda, ebenso wie der PCE-Preisindex (02.05.).

Berichtswoche

Beginn: 17.04.2025, 08:00 Uhr

Ende: 24.04.2025, 10:00 Uhr

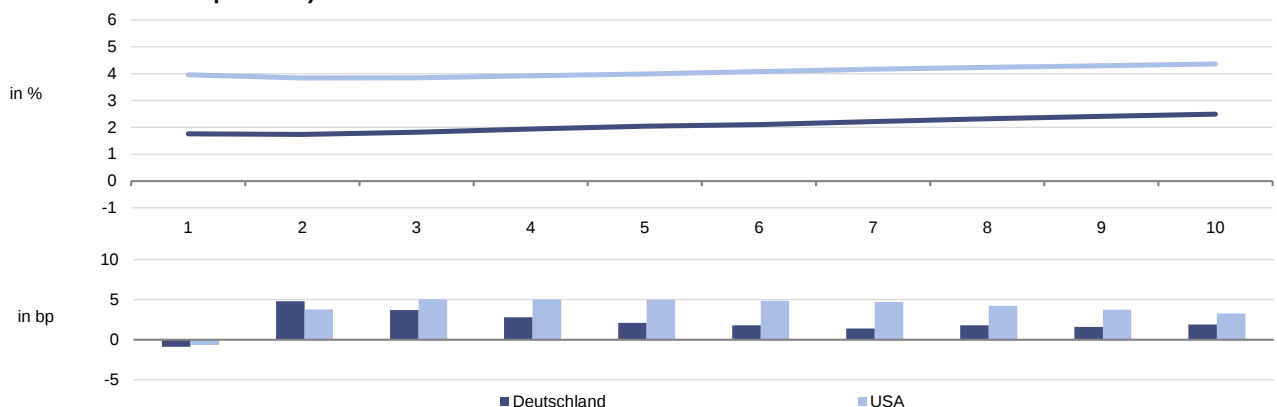
Jonas Feldhusen

Junior Economist

Tel.: +49 151 22942945

Zinsstrukturkurven

(oben: aktuelle Renditekurven von Bundesanleihen und US-Treasuries, unten: jeweilige Renditeveränderung der Laufzeiten seit 17. April 2025)



DEVISENMARKT

Steter Quell der Volatilität

Der stete Quell der Volatilität hat einen Namen: Donald Trump. Hohe Schwankungsintensität heißt aber auch, dass es in beide Richtungen gehen kann. Nachdem Fed-Präsident Jerome Powell frontal angegangen und als „Mr Too Late“ beschimpft wurde, folgte das Dementi fast schon auf dem Fuße. Dabei wirkte Donald J. Trump auf einmal regelrecht kleinlaut. Er hätte ja nie gesagt, Powell entlassen zu wollen. Ist die Unabhängigkeit der Fed damit gerettet? Nun, es bleibt mindestens ein ungutes Gefühl zurück.

EUR/USD:

Zusätzlich verschafft die Äußerung des US-Finanzministers Scott Bessent, er erwarte eine De-Eskalation im Zollstreit mit China, da diese hohen Tariffs so nicht haltbar seien, eine Atempause für den arg gebeutelten US-Dollar. Der jüngste Run von 1,0900 bis 1,1570 USD per EUR wurde mit dem zwischenzeitlichen Rückgang des Wechselkurses auf 1,1310 ziemlich genau zu 38,2 % (=Fibonacci-Retracement) korrigiert. Ob dies schon ausreicht, kann sich schon mit dem nächsten Social-Media-Tweet herausstellen.

Ökonomisch geben die ersten Schätzungen der europäischen HCOB-Einkaufsmanagerindizes nur wenig Aufschluss. Für die Eurozone fällt der Composite noch leicht schwächer aus als erwartet, bleibt aber mit 50,1 noch über dem Wachstums anzeigenden Schwellenwert von 50. Der Industriesektor verbessert sich sogar marginal gegenüber dem Vormonat, worin sich vorgezogene Aufträge angesichts der Zollandrohungen widerspiegeln. Wirkung auf den Wechselkurs wird damit kaum erzielt. Das Pendant von S&P Global für USA bleibt ebenfalls über 50, so dass sich Befürchtungen einer unmittelbar bevorstehenden Rezession ein wenig beruhigen.

EUR/USD



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

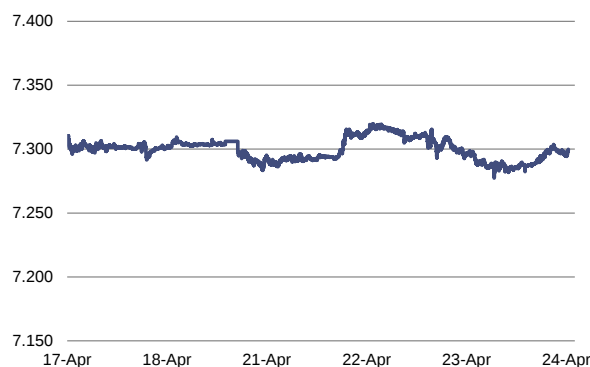
Wie und wann sich die Zollpolitik in wirtschaftlichen Hard Facts niederschlägt, muss sich auch immer erst noch zeigen. Bis dahin gilt es, Augen und Ohren auf den Kanälen X, Fox News

et cetera offen zu halten, denn das Sentiment/die Psychologie bestimmt die Märkte.

USD/CNH:

Im Handelsstreit keimen mit den Äußerungen der US-Administration neue Hoffnungen auf. Der Renminbi profitiert leicht davon und der Wechselkurs fällt abermals unter seinen 21-Tage-Durchschnitt auf dem Niveau von 7,2975 CNH per USD. Der chinesische Außenminister zeigt allerdings zurückhaltend. Die USA könne nicht solch einen Druck aufbauen, um dann einfach einen „Deal“ abschließen zu wollen. So könne man mit China nicht umgehen. Technisch wartet somit die nächste Schwelle schon am 55-Tage-Durchschnitt bei 7,2770 CNH per USD.

USD/CNH



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics.

EUR/GBP:

Großbritannien verzeichnet den stärksten Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität seit mehr als zwei Jahren mit einem Composite PMI, das von 51,5 auf einen Wert von 48,2 also klar in die Kontraktion abstürzt. Britische Exporte sind so stark gesunken wie seit den ersten Monaten der COVID-19 Pandemie Anfang 2020 nicht mehr. Gleichzeitig stiegen die Kosten für Arbeit durch höhere Steuern sowie erhöhten Mindestlohn.

USD/JPY:

Die Korrelation zwischen US-Renditen und dem Wechselkurs ist derzeit lange nicht mehr so eindeutig. Der jüngste Versuch unter die Marke von 140 JPY per USD erwies sich jedoch angesichts der von der US-Administration verabreichten Beruhigungsspiele zunächst als nicht nachhaltig. Der Rückgang der Volatilität in USDJPY von 20 bis 30 Vol-Punkten geht mit einer Erholung des Dollars jenseits von 142 JPY per USD einher.

USD/JPY



Berichtswoche

Beginn: 17.04.2025, 08:00 Uhr

Ende: 24.04.2025, 10:00 Uhr

Christian Eggers

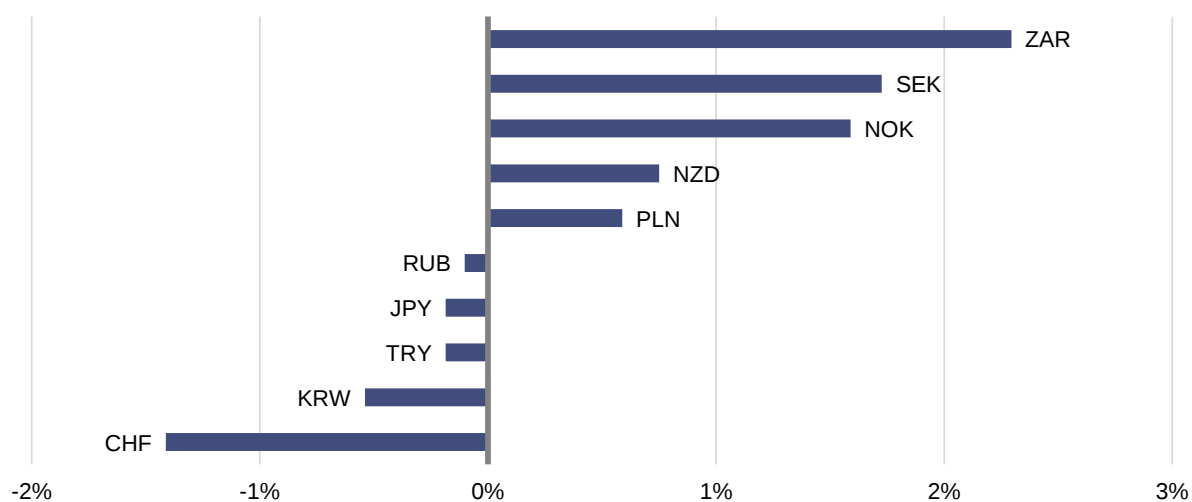
Senior FX Trader

Tel.: +49 171 8493460

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Wechselkursbewegungen gegenüber dem EUR

Veränderungen seit dem Handelsbeginn 17. April 2025



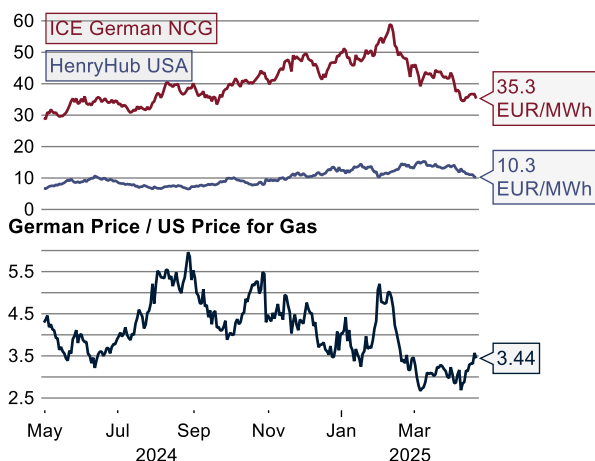
Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

GAS-MARKT-ANALYSE

Gasmarktpreise auf dem Rückgang

Der Spotmarktpreise dies- und jenseits des Atlantiks haben im Berichtsmonat ordentlich nachgegeben. Der TTF-Spotmarktpreis liegt mit derzeit 35,3 €/MWh auf dem niedrigsten Niveau seit Oktober 2024. Auch in den USA haben die Preise deutlich nachgegeben und liegen umgerechnet bei rund 10 €/MWh; ein Rückgang um rund ein Drittel im Vergleich zum Hochpreis vor rund zwei Monaten. Die Füllstände der Gasspeicher sind in Europa (37 %) und Deutschland (31 %) deutlich niedriger als zu diesem Zeitpunkt in den vergangenen beiden Jahren, doch im langfristigen Vergleich sind die Füllstände stabil. Außerdem ist seit Beginn des Aprils die Einspeisung größer als die Entnahme, folglich füllen sich die Gasspeicher aktuell wieder, wodurch die Sommersaison eingeläutet ist.

Natural Gas, Future, German ICE vs. HenryHub



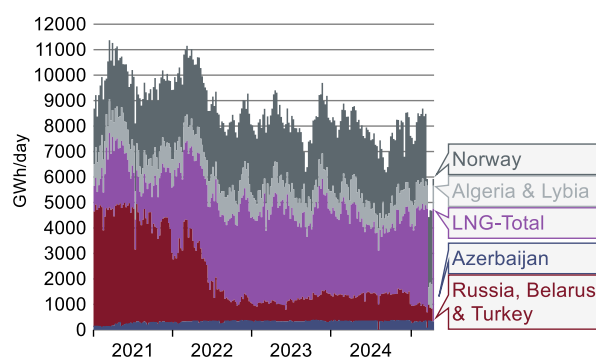
Source: Macrobond, HCOB Economics, CME Group, Intercontinental Exchange (ICE)

Als Haupttreiber des generellen Preisrückgangs gilt die US-Handelspolitik. Seit dem sogenannten „Liberation Day“ an dem die Trump-Administration mit der Implementierung länderspezifischer Einfuhrzölle die Finanzmärkte in Turbulenzen versetzte, verzeichnen die Spotmärkte den aktuellen Preisverfall. In einem Umfeld deutlich niedrigeren Wachstums sinkt der Bedarf an Energie, wodurch Spotpreise für Gas und Öl fallen. Auch die industrielle Nachfrage nach Gas dürfte tendenziell gedämpft sein. Trotz der Aussetzung der reziproken Zölle und der Bereitschaft der US-Administration in bilaterale Verhandlungen einzusteigen, bleibt das Umfeld von hoher Unsicherheit geprägt. Dennoch bleiben die konjunkturellen Aussichten auch bei Teilerfolgen in den Zollverhandlungen trübe, denn eine allgemeine Rücknahme der US-Einfuhrzölle scheint ausgeschlossen. Die Eskalation zwischen den USA und China dürfte sich zudem positiv auf die europäischen LNG-Einfuhren auswirken und

Preise hierzulande dämpfen, da China als Absatzmarkt für US-LNG wegbricht. Sollten dementsprechend Verhandlungserfolge zwischen den USA und China vermeldet werden, könnten die hiesigen Preise tendenziell steigen.

Europe, Gas Supply, Pipeline & LNG

Note:
LNG-Total = Total LNG Supply
Other = Pipeline Gas



Source: Macrobond, HCOB Economics, European Network of Transmission System Operators for Gas (ENTSO-G)

Die Preisdynamik hat sich zuletzt auch auf die Sommer-Winter-Spreads ausgewirkt. Rechtzeitig zum sommerlichen Einspeisezeitraum liegen die Sommerpreise wieder unter den Winterpreisen, vor allem da aufgrund der Rezessionsängste die Sommerpreise stärker gefallen sind als die Winterpreise. Auch die Diskussion um die Flexibilisierung des europäischen Speicherziels hat den Druck auf die Spreads verringern können. Konkret geht darum, das europäische Speicherziel von 90 % zum 01.11. anzupassen. Einerseits, indem die Frist zur Speicherfüllung bis zum 01.12. verlängert wird, andererseits indem das starre Ziel von 90 % Füllstand auf 80 % reduziert wird. Für die Arbitragehändler sollten sich mit der Rückkehr zur Normalität bei den Sommer-Winter-Spreads wieder vermehrt Opportunitäten ergeben, im Sommer Gas kostengünstig einzukaufen und im kommenden Winter zu veräußern. Sollte es tatsächlich einen nachhaltigen Waffenstillstand im Russland-Ukraine-Konflikt geben, gibt es sogar weiteren Spielraum für Preisrückgänge am europäischen Spotmarktpreis. Positiv für die europäische Gasnachfrage dürfte allerdings der schwächere US-Dollar sein, der die LNG-Importe relativ vergünstigt.

Jonas Feldhusen
Junior Economist

KALENDER

Blick in die kommende Woche

Besondere Ereignisse	Datum	Beschreibung				
USA BIP Q1	30.04.	Unser Nowcast zeigt für das erste Quartal eine Schrumpfung des US-BIPs um -2% (annualisiert) an. Im vierten Quartal des Vorjahr konnte das BIP noch um 2,4% (annualisiert) zulegen.				
Non-Farm Payrolls USA	02.05.	Es wird sich zeigen, ob sich die Kürzungen im öffentlichen Sektor sowie die politischen Turbulenzen der letzten Wochen bereits in den Arbeitsmarktdaten für April niederschlagen. Erwartet wird ein Stellenzuwachs von 123 Tsd. nach 228 Tsd. im Vormonat.				
Eurozone CPI Schätzung	02.05.	Nachdem die Inflation im März 2,2% YoY betrug, droht für den Monat April wieder ein leichter Anstieg. Unser Nowcast erwartet eine Rate von 2,3% YoY. Auch für die Kerninflation zeigt der Nowcast einen Anstieg an, von 2,4% YoY auf 2,6% YoY.				
	Zeit	Land	Veröffentlichung	Zeitraum	Konsensschätzung	letzter Wert
Freitag, 25. April						
Konjunkturdaten USA	16:00	USA	Verbrauchervertrauen Uni Michigan	Apr 25	50.6	50.8
Konjunkturdaten Eurozone	08:45	FR	Geschäftsklimaindex	Apr 25	95	95.9
Konjunkturdaten UK	01:01	UK	GfK Konsumklima	Apr 25	-21	-19
	08:00	UK	Einzelhandelsumsätze (M/M / J/J, in %)	Mar 25	-0.5 / 2	1 / 2.2
Staatsanleihenauktionen	11:00	IT	Italien begibt Staatsanleihen (1/L)			
Samstag, 26. April						
Sonntag, 27. April						
Montag, 28. April						
Konjunkturdaten Eurozone	00:00	GE	Einzelhandelsumsätze (M/M / J/J, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	0.3 / 0.1
	00:00	GE	Importpreisindex	Mar 25	-0.8 / k.A.	0.3 / 3.6
Redetermine			EZB-Redner: Rehn			
Staatsanleihenauktionen	12:00	BE	Belgien begibt Staatsanleihe: 2035-er			
Dienstag, 29. April						
Konjunkturdaten USA	14:30	USA	Großhandelslagerbestände (M/M, in %)	Mar 25	k.A.	0.3
	16:00	USA	Verbrauchervertrauen Conference Board	Apr 25	87	92.9
	15:00	USA	S&P/Case-Shiller Häuserpreisindex (J/J, in %)	Feb 25	k.A.	4.67
Konjunkturdaten Eurozone	08:00	GE	GfK Konsumklima	May 25	k.A.	-24.5
	10:00	IT	Geschäftsklimaindex	Apr 25	k.A.	86
	10:00	IT	Verbrauchervertrauensindex	Apr 25	k.A.	95
	10:00	EC	M3-Geldmenge (J/J / 3-M-Durchschnitt, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	4 / 3.8
	11:00	EC	Verbrauchervertrauensindex	Apr 25	k.A.	-16.7
	11:00	EC	Industrievertrauensindex	Apr 25	k.A.	-10.6
	11:00	EC	Wirtschaftsvertrauensindex	Apr 25	k.A.	95.2
	11:00	EC	Dienstleistungsvertrauensindex	Apr 25	k.A.	2.4
Redetermine			EZB-Redner: Holzmann			
Mittwoch, 30. April						
Konjunkturdaten USA	13:00	USA	Hypothekenanträge (W/W, in %)	17. KW	k.A.	-12.7
	16:00	USA	Persönliche Einkommen (M/M, in %)	Mar 25	0.4	0.8
	16:00	USA	Persönliche Ausgaben (M/M, in %)	Mar 25	0.4	0.4
	15:45	USA	Chicago Einkaufsmanagerindex	Apr 25	k.A.	47.6
	16:00	USA	PCE Deflator (J/J, in %)	Mar 25	2.2	2.5
	16:00	USA	PCE Deflator Kernrate (M/M / J/J, in %)	Mar 25	0.09 / 2.55	0.37 / 2.78871
	14:15	USA	ADP National Employment Report	Apr 25	k.A.	155
	16:00	USA	Schwebende Hausverkäufe (M/M, in %)	Mar 25	k.A.	1.98
	14:30	USA	US-BIP (Q/Q, annualisiert, in %)	Q1	0.4	2.4
	14:30	USA	Privater Konsum (Q/Q, annualisiert, in %)	Q1	k.A.	4
	14:30	USA	BIP-Deflator (Q/Q, annualisiert, in %)	Q1	k.A.	2.3
Konjunkturdaten Eurozone	07:30	FR	BIP (Q/Q / J/J, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	-0.1 / 0.6
	08:45	FR	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Apr 25	k.A. / k.A.	0.2 / 0.8
	08:45	FR	Erzeugerpreisindex (M/M / J/J, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	-0.8 / -1.4
	09:55	GE	Arbeitslosenrate (sa)	Apr 25	k.A.	6.3
	09:55	GE	Veränderung Arbeitslosenzahl (sa)	Apr 25	k.A.	26
	10:00	GE	Verbraucherpreise deutscher Bundesländer	Apr 25		
	10:00	GE	BIP-Schätzung (Q/Q / J/J, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	-0.2 / -0.2
	10:00	IT	BIP (Q/Q / J/J, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	0.136 / 0.6
	11:00	IT	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Apr 25	k.A. / k.A.	0.3 / 1.9
	11:00	EC	BIP (Q/Q / J/J, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	0.2 / 1.2
	14:00	GE	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Apr 25	k.A. / k.A.	0.3 / 2.2
Konjunkturdaten UK	00:00	UK	Nationwide Häuserpreisindex (M/M / J/J, in %)	Apr 25	k.A. / k.A.	0 / 3.9
Konjunkturdaten China	03:30	CN	PMI Verarbeitendes Gewerbe (IHS)	Apr 25	k.A.	50.5
	03:30	CN	PMI Dienstleistungen (IHS)		k.A.	50.8
	03:45	CN	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Caixin)		k.A.	51.2
Konjunkturdaten Japan	01:50	JP	Industrieproduktion (M/M / J/J, in %)	Mar 25	-0.6 / 1.1	2.3 / 0.1
	01:50	JP	Einzelhandelsumsätze (M/M / J/J, in %)	Mar 25	3.3 / -0.6	1.3 / 0.4
Donnerstag, 01. Mai						
Konjunkturdaten USA	00:00	USA	Gesamte Autoverkäufe (in Mio.)	Apr 25	15.5	17.77
	16:00	USA	ISM-Index verarbeitendes Gewerbe	Apr 25	47.9	49
	16:00	USA	Bausausgaben (M/M, in %)	Mar 25	k.A.	0.7
Konjunkturdaten UK	10:30	UK	PMI verarbeitende Gewerbe	May 25	k.A.	44
	10:30	UK	M4 Geldmengenwachstum (M/M / J/J, in %)	Mar 25	k.A. / k.A.	0.2 / 3.8
	10:30	UK	Netto Hypothekenaufnahme auf Wohnhäuser (in Mrd. GBP)	Mar 25	k.A.	3.287
	10:30	UK	Hypothekenzusagen (in Tsd.)	Mar 25	k.A.	65.481
Konjunkturdaten Japan	00:00	JP	BoJ Zinsentscheidung (Target Rate in %)		0.5	0.5
Freitag, 02. Mai						
Konjunkturdaten USA	00:00	USA	Durchschnittliche Stundenlöhne (M/M / J/J, in %)	Apr 25	k.A. / k.A.	0.2 / 3.9
	00:00	USA	Durchschnittl. Wochenarbeitszeit (in Std.)	Apr 25	k.A.	33.8
	16:00	USA	Industrieaufträge (M/M, in %)	Mar 25	k.A.	0.6
	14:30	USA	Change in Nonfarm Payrolls (M/M, in Tsd.)	Apr 25	123	228
	14:30	USA	Change in Manufact. Payrolls (M/M, in Tsd.)	Apr 25	k.A.	1
	14:30	USA	Arbeitslosenquote (in %)	Apr 25	4.2	4.2
Konjunkturdaten Eurozone	08:45	FR	staatl. Budgetdefizit (in Mrd. EUR)	Mar 25	k.A.	-40.3
	09:45	IT	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Apr 25	k.A.	46.6
	09:50	FR	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Apr 25	k.A.	48.2
	09:55	GE	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Apr 25	k.A.	48
	10:00	EC	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Apr 25	k.A.	48.7
	11:00	EC	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Apr 25	k.A. / k.A.	0.6 / 2.2
	11:00	EC	CPI-Schätzung	Apr 25	k.A.	2.2
	11:00	EC	Arbeitslosenrate	Mar 25	k.A.	6.1
Konjunkturdaten Japan	01:30	JP	Arbeitslosenquote (in %)	Mar 25	2.4	2.4
Samstag, 03. Mai						
Sonntag, 04. Mai						

FINANZINDIKATOREN

Aktuelle Zahlen

Übersicht Staatsanleiherenditen
(Renditen in Prozent, Spreads ggü. Bunds in bp, Veränderungen jeweils in bp seit dem 17. April 2025 in Klammern)

Benchmark Bundesanleihen	Renditeaufschläge anderer Staatsanleihen der Eurozone ggü. Bunds							Renditen weiterer Staatsanleihen			
	Rendite	Frankreich Spread	Italien Spread	Spanien Spread	Irland Spread	Portugal Spread	Griechenland Spread	Schweiz Rendite	UK Rendite	USA Rendite	Japan Rendite
1J	1.76 (-5)	18 (-2)	24 (-1)		7 (+2)		29 (-4)	0.03 (+2)	3.73 (-4)	3.96 (+3)	0.53 (-1)
2J	1.73 (-3)	17 (-2)	30 (-3)	20 (-2)	10 (-1)	9 (-2)	26 (-4)	0.02 (+1)	3.91 (-8)	3.84 (+3)	0.67 (+2)
3J	1.82 (-3)	28 (-3)	33 (-4)	29 (-2)	13 (-1)	19 (-3)	33 (-5)	0.08 (+1)	3.88 (-8)	3.85 (+3)	0.73 (+2)
4J	1.94 (-3)	38 (-3)	52 (-5)	35 (-2)	19 (-1)	16 (-3)	41 (-5)	0.15 (+1)	3.95 (-7)		0.82 (+3)
5J	2.04 (-3)	44 (-4)	75 (-5)	36 (-3)	23 (-1)	25 (-4)	51 (-6)	0.21 (0)	4.03 (-7)	3.99 (+4)	0.88 (+1)
6J	2.10 (-3)	57 (-3)	79 (-5)	41 (-3)	26 (0)	38 (-4)	71 (-5)	0.25 (-1)	4.18 (-6)		0.94 (+1)
7J	2.22 (-3)	63 (-2)	89 (-5)	43 (-3)	28 (-1)	40 (-3)	74 (-5)	0.30 (-2)	4.17 (-6)	4.17 (+5)	1.03 (+2)
8J	2.32 (-2)	67 (-3)	95 (-6)	50 (-3)	33 (-1)	55 (-4)	81 (-5)	0.33 (-1)	4.37 (-6)		1.10 (+2)
9J	2.41 (-2)	70 (-3)	100 (-6)	56 (-3)	27 (+2)	53 (-4)	82 (-5)	0.41 (-2)	4.37 (-6)		1.10 (+2)
10J	2.49 (-2)	74 (-3)	112 (-6)	66 (-4)	35 (-2)	55 (-4)	86 (-6)	0.44 (-2)	4.55 (-7)	4.36 (+4)	1.32 (+1)
30J	2.91 (-2)	103 (-2)	151 (-4)	105 (-3)	47 (-2)	89 (-3)	123 (-4)	0.60 (-1)	5.30 (-8)	4.80 (+3)	2.70 (+1)

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics, Renditen vom 24.04.25, 8:00 Uhr

Übersicht Wechselkurse
(Veränderungen seit dem 17. April 2025 in Klammern)

Hauptwährungspaare		EUR-Wechselkurse			USD-Wechselkurse		
EUR/USD	1.1359 (0%)	EUR/DKK	7.4667 (0%)	EUR/CAD	1.5736 (-0.2%)	USD/CAD	1.3855 (-0.2%)
EUR/GBP	0.8553 (-0.4%)	EUR/SEK	10.976 (-1.3%)	EUR/AUD	1.7823 (-0.5%)	USD/AUD	1.5689 (-0.5%)
EUR/JPY	162.05 (0%)	EUR/NOK	11.9011 (-1.1%)	EUR/NZD	1.9043 (-1%)	USD/NZD	1.6764 (-1%)
EUR/CHF	0.9392 (+1.1%)	EUR/PLN	4.2766 (-0.2%)	EUR/ZAR	21.1110 (-1.6%)	USD/ZAR	18.5838 (-1.6%)
GBP/USD	1.3280 (+0.3%)	EUR/HUF	408.20 (0%)	EUR/RUB	94.3371 (+0.2%)	USD/CNY	7.2952 (-0.2%)
USD/JPY	142.66 (0%)	EUR/TRY	43.6169 (0%)	EUR/KRW	1628.91 (+1%)	USD/RUB	83.0583 (+0.5%)
USD/CHF	0.8268 (+1.1%)	EUR/CZK	24.98 (-0.1%)	EUR/CNY	8.2857 (-0.2%)	USD/SGD	1.3133 (0%)

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics, Renditen vom 24.04.25, 8:00 Uhr

FINANZINDIKATOREN

Prognosen

Prognosen der Hamburg Commercial Bank

	24.04.25	30.06.25	30.09.25	31.12.25	31.03.26	30.06.26
Zinssätze	10:00 Uhr					
USA						
fed funds (Zielzone) (%)	4.50	4.00	3.75	3.75	4.00	4.00
SOFR (%)	4.30	3.80	3.55	3.55	3.80	3.80
2-jährige Staatsanleihen (%)	3.83	4.05	4.00	4.10	4.30	4.40
5-jährige Staatsanleihen (%)	3.98	4.10	4.00	4.10	4.25	4.40
10-jährige Staatsanleihen (%)	4.36	4.15	4.00	4.10	4.25	4.40
2-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3.58	4.15	4.10	4.20	4.40	4.50
5-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3.60	4.10	4.00	4.10	4.25	4.40
10-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	3.82	4.00	3.85	3.95	4.10	4.25
Eurozone						
Tendersatz (%)	2.40	2.15	1.65	1.65	1.90	2.15
Einlagenzinssatz (%)	2.25	2.00	1.50	1.50	1.75	2.00
3-Monats-Euribor (%)	2.16	1.95	1.45	1.60	1.85	2.10
2-jährige Bundesanleihen (%)	1.72	1.45	0.95	1.10	1.35	1.60
5-jährige Bundesanleihen (%)	2.02	2.20	1.95	2.10	2.25	2.40
10-jährige Bundesanleihen (%)	2.48	2.50	2.40	2.55	2.65	2.75
2-jährige Swapsatz (%)	1.90	1.75	1.25	1.40	1.65	1.90
5-jährige Swapsatz (%)	2.15	2.50	2.25	2.40	2.55	2.70
10-jährige Swapsatz (%)	2.46	2.75	2.65	2.80	2.90	3.00
Wechselkurse						
Euro/US-Dollar	1.14	1.07	1.09	1.11	1.12	1.15
Euro/GBP	0.86	0.82	0.83	0.84	0.85	0.86
US-Dollar/Yen	142.59	150.00	147.00	144.00	141.00	138.00
US-Dollar/Yuan	7.30	7.35	7.30	7.25	7.20	7.15
Rohöl						
Öl (Brent), USD/Barrel	66.79	60	63	65	68	68
Aktienindizes						
Dax	21,868	21,000	20,790	20,580	20,680	20,780
Stoxx Europe 600	515	500	495	490	493	495
S&P 500	5,376	5,310	5,260	5,210	5,240	5,270

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Die Prognosen der Hamburg Commercial Bank sind aktuell im Prozess der Überarbeitung. Anpassungen in kürzeren Zeitintervallen sind möglich. Eine ausführliche Darstellung der Prognosen und der Prognoseveränderung ist in der Publikation Finanzmarktrends enthalten. Aus Sicht eines Euro-Investors können die Renditen ausländischer Anleihen wie US-Staatsanleihen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Hinweis: Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

IMPRESSUM

Hamburg Commercial Bank

Hamburg

Gerhart-Hauptmann-Platz 50
20095 Hamburg
Telefon 040 3333-0
Fax 040-3333-34001

Redaktion & Versand

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: +49 160 90180792

Norman Liebke
Economist
Tel.: +49 171 5466753

Christian Eggers
Senior FX Trader
Tel.: +49 171 8493460

Nils Müller
Junior Economist
Tel.: +49 171 3534492

Jonas Feldhusen
Junior Economist
Tel.: +49 151 22942945

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 24. April 2025

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter http://www.hcob-bank.de/publikationen_glossar

**Weitere
Ansprechpartner****Capital Markets Sales**

Fritz Bedbur
Tel.: +49 151 14651131

Boris Gettkowski
Tel.: +49 175 2281619

Christoph Matthews
Tel.: +49 160 97222509

**Syndicate &
Credit Solutions**

Tim Boltzen
Tel.: +49 151 15244845

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich bei dieser Publikation um eine Information im Sinne des § 63 Absatz 6 WpHG bzw. Artikel 24 Absatz 3 der Richtlinie 65/2014/EU. Diese Publikation enthält keine Anlagestrategieempfehlungen oder Anlageempfehlungen (Finanzanalysen) im Sinne des § 2 Absatz 9 Nummer 5 WpHG bzw. des Artikel 3 Absatz 1 Nummer 34 und Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014. Sie steht deshalb nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Märkte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die Hamburg Commercial Bank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der Hamburg Commercial Bank AG nicht überprüfbaren Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die Hamburg Commercial Bank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der Hamburg Commercial Bank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen. Trotz sorgfältiger

Bearbeitung übernehmen die Hamburg Commercial Bank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren. Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die Hamburg Commercial Bank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die Verbreitung der vorliegenden Materialien nicht zulässig ist. Schäden, die der Hamburg Commercial Bank AG aus der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien entstehen, hat der Verbreitende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die Hamburg Commercial Bank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für die Verbreitung dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Die Hamburg Commercial Bank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.