

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Preise (CPI)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Europa

	Aug. 24	Nov. 24	Feb. 25	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	45,8	46,0	46,6	49,0
Markit: Dienstleistungen	51,9	51,6	51,3	50,1
EU-Geschäftsklima	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7
Insee-Geschäftsklima	95,8	97,0	97,7	96,5
Konsumentenvertrauen	-12,9	-12,3	-14,1	-16,7

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Aug. 24	Nov. 24	Feb. 25	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	87,0	86,5	85,2	86,9
Markit: Verarb. Gewerbe	43,2	43,0	45,0	48,4
Markit: Dienstleistungen	52,5	51,6	52,5	49,0
Auftragseingänge	87,8	88,1	84,1	87,1
GfK-Konsumklima	-21,6	-21,0	-21,4	-24,3

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Research

Dr. rer. oec. Jan Bottermann Tel.: 0201 8115 553
 Chefvolkswirt
 Email: jan.bottermann@national-bank.de

Institutionelle Kunden

Thorsten Heisig Tel.: 0201-8115 126
 Bernd Andersen Tel.: 0201 8115 120

Zins- und Währungsmanagement

Thilo Voss Tel.: 0201 8115 414
 Arndt Meiswinkel Tel.: 0201 8115 391

Private Banking/Wealth Management:

[Ihre Ansprechpartner](#)

Wachstum Der Ausblick für die Weltwirtschaft bleibt in höchstem Maße von der US-Außenwirtschaftspolitik abhängig und somit höchst ungewiss: Noch ist eine klarere handelspolitische Linie der US-Administration nicht zu erkennen, auch wenn die Trump-Regierung zuletzt versucht hat, die Lage zu deeskalieren und zu bilateralen „Deals“ zu kommen: So haben sich die USA und China zuletzt geeinigt, die Zölle auf Importe aus dem jeweils anderen Land für drei Monate wieder deutlich zu senken. In der Zwischenzeit soll weiterverhandelt werden. Damit hat sich die Lage zumindest vorerst deutlich entspannt. Aus unserer Sicht sind die Verhandlungen aber letztlich vor allem Ergebnis des Umstandes, dass die US-Administration immer stärker unter Druck gerät. U.E. wird hier immer deutlicher, dass die USA sich wirtschaftlich vor allem selbst schaden. Dies gilt nicht nur hinsichtlich der absehbaren Schwächung der Wachstumsdynamik, sondern auch mit Blick auf mögliche Versorgungsengpässe: So haben sich die Lieferzeiten für viele Produkte in den USA bereits spürbar verlängert, was auch ein Vorbote für den kommenden Preisschub sein dürfte. Dem Vernehmen nach zeichnen sich aber sogar bereits Knappheiten und Engpässe für bestimmte Vorprodukte und Rohstoffe ab. Insgesamt wird mehr und mehr deutlich, dass sich die USA ihren handelspolitischen Kurs auf Dauer nicht werden leisten können. Es wird somit insgesamt jedenfalls immer wahrscheinlicher, dass Präsident Trump seinen ökonomisch vollkommen unfundierten Kurs nicht wird fortsetzen können. Die Risiken für den globalen Ausblick sind somit zumindest vorerst erheblich gesunken, es bleibt nun abzuwarten, ob bzw. inwieweit die ökonomischen Umstände die US-Regierung weiter auf Kurs zwingen, oder ob die ökonomische Ratio wieder stärker überlagert wird – etwa im Rahmen der Zuspitzung der geopolitischen Konflikte vor allem mit China. Wenn Trump allerdings so weiter macht, untergräbt er einen wichtigen Grundpfeiler der Macht der USA, nämlich die hohe Leistungsfähigkeit der US-amerikanischen Volkswirtschaft. Trump hat dabei insgesamt so ungeschickt agiert, dass sich die Verhandlungsposition der USA bereits spürbar verschlechtert hat: Als ob die Chinesen nicht genau wüssten, dass die USA ihr Zollregime niemals werden durchhalten können. Anders als bei den Verhandlungen zur Ukraine fallen die massiven außenpolitischen Fehlleistungen der Trump-Administration auf die USA selbst zurück, bekommt Trump die Kosten seines Agierens in Form zunehmenden innenpolitischen Gegenwindes immer stärker zu spüren. Zumindest scheint die Kapitalmarktentwicklung in den USA - eng gekoppelt an die binnenwirtschaftliche Entwicklung - eben doch auch Präsident Trump letztlich zu binden. Dies stützt unsere These, dass die heraufziehende multipolare Weltord-



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	5877	192,50
10Y US T-Notes	4,5	0,13
DAX Index	23459,9	107,2
Nikkei	37756	827
Hang Seng	23453	677
Öl (Brent-Future)	63,7	0,61
Gold-Future	3173	-137,70
EUR / USD	1,120	0,00
EUR / GBP	0,843	0,00
EUR / JPY	163,36	-0,46

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Aug. 25	Nov. 25	Feb. 26	Mai. 26
Fed Funds	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
3M-USD-Libor	4,85	4,60	4,24	3,99	3,99
2J Treasuries	4,03	3,86	3,89	3,94	3,99
5J Treasuries	4,14	3,99	4,04	4,11	4,17
10J Treasuries	4,50	4,25	4,30	4,37	4,44
Tendersatz	2,40	2,15	1,90	1,90	1,90
3M-Euribor	2,13	1,89	1,67	1,66	1,65
2J Bundesanleihen	1,92	1,77	1,79	1,88	1,97
5J Bundesanleihen	2,24	2,07	2,14	2,22	2,31
10J Bundesanleihen	2,68	2,56	2,60	2,66	2,79

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Aug. 25	Nov. 25	Feb. 26	Mai. 26
USD	1,12	1,11	1,12	1,13	1,14
CHF	0,94	0,92	0,93	0,93	0,93
GBP	0,84	0,86	0,86	0,85	0,84
NOK	11,64	11,60	11,50	11,40	11,40
SEK	10,89	11,00	10,90	10,80	10,70
AUD	1,75	1,72	1,73	1,74	1,75
NZD	1,90	1,88	1,89	1,90	1,91
CAD	1,57	1,55	1,56	1,57	1,58
JPY	163	161	161	161	162
Renminbi	8,08	7,99	8,04	8,10	8,15

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

nung auch die Chance birgt, dass sie marktgetriebene Konkurrenzprinzipien sowohl in der Geopolitik als auch in der Geoökonomie immer stärker zum Tragen bringt. Insofern kann man schon aus einer rein geopolitischen Perspektive berechtigterweise hoffen, dass ökonomische Belange die globale Machtkonkurrenz auch weiterhin restringieren. Käme es so, wären dies gute Nachrichten zumindest für den weltwirtschaftlichen Ausblick.

Mit Blick auf die jüngste Entwicklung der US-Daten bleibt der wirtschaftliche Ausblick für die USA insbesondere durch die erhebliche Unsicherheit geprägt, die vor allem auf die Wirtschaftspolitik von Präsident Donald Trump zurückzuführen ist. Seine protektionistischen Maßnahmen haben sowohl das Vertrauen von Investoren als auch die wirtschaftliche Stabilität beeinträchtigt. Die Unsicherheit hat dazu geführt, dass viele Unternehmen mittlerweile sehr viel vorsichtiger agieren – auch die US-Verbraucher weisen bereits ein verändertes Kaufverhalten auf: Große Anschaffungen werden zurückgestellt, und es wird vermehrt auf günstigere Alternativen ausgewichen. Es bleibt nun abzuwarten, ob bzw. in welchem Maße es der US-Administration gelingen kann, das verlorene Vertrauen in der Wirtschaft wieder herzustellen. Voraussichtlich ist der gesamtwirtschaftliche Schaden aber wohl bereits jetzt erheblich: Quantifizierende Simulationen verweisen auf eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession, der Bloomberg Konsensus sieht hier immerhin eine 40-prozentige Chance für einen gesamtwirtschaftlichen Abschwung. Eine zentrale Rolle dürfte diesbezüglich der Entwicklung auf dem US-Arbeitsmarkt zukommen: Hier blieb die Dynamik klar abwärtsgerichtet, die Zahl der unbesetzten Stellen als Maß für die Auslastung des Arbeitsangebotes sank zuletzt gerade schon sprunghaft ab. In Kombination mit der bereits hohen Verunsicherung der US-Verbraucher, könnte eine spürbar abnehmende Lohndynamik der Treibsatz sein, der die Konjunktur in die Knie zwingt: Viele Daten verschiedenster Provenienz indizieren hier noch wesentlich deutlicher als für Vorphasen einer Rezession sonst üblich, die handfesten Abschwungsgefahren für die US-Wirtschaft. Insofern bestehen derzeit erhebliche Risiken - bereits schon mit Blick auf die Wirkung der kommenden Inflationsschocks: Bis auf Weiteres sind der US-Notenbank die Hände gebunden, da die Inflation aufgrund der tarifär bedingten Inflationsimpulse vorerst wieder zulegen wird. Wenn sich die US-Wirtschaft also weiter abkühlen sollte, könnte die US-Administration also sehr schnell unter erheblichen Druck geraten, den handelspolitischen Kurs schnell zu ändern. Im Ergebnis steht die US-Wirtschaft derzeit vor erheblichen Herausforderungen, die maßgeblich durch die Wirtschaftspolitik von Präsident Trump verursacht wurden. Eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung würde nunmehr klare und konsistente politische Maßnahmen sowie

eine Stabilisierung der internationalen Handelsbeziehungen erfordern. Wir belassen unsere bisherigen Wachstumsschätzungen mit BIP-Zuwächsen um 1,3 % im laufenden Jahr und sehen weiterhin eher Abwärtsgefahren für die US-Wirtschaft solange es nicht zu einem durchgreifenden Kurswechsel der US-Administration kommt.

Naturgemäß hat sich auch der Ausblick für die Eurozone mit den sino-US-amerikanischen Handelsgesprächen aufgehellt, gleichwohl bleiben die konjunkturellen Perspektiven für die Eurozone aufgrund anhaltender Unsicherheiten und struktureller Probleme sehr verhalten: Die maßgeblichen Frühindikatoren auf der gesamteuropäischen Ebene ließen hier bis zuletzt keine Aufwärtsdynamik erkennen, im Gegenteil: Das dauerhaft schwache Wachstum macht sich mehr und mehr auf den gesamteuropäischen Arbeitsmärkten bemerkbar, was den privaten Konsum perspektivisch dämpfen dürfte. Zudem ist die Eurozone in toto zuletzt nur noch dank des Tourismus in die Länder der südeuropäischen Peripherie gewachsen, von den nordeuropäischen Industrienationen gehen bereits seit geraumer Zeit kaum mehr Impulse aus. Viel wird daher nun davon abhängen, wie sich die internationale Industriekonjunktur weiterentwickelt. Bislang hat sich der internationale Handel zwar noch robust gezeigt, wobei aber einiges dafür spricht, dass es sich hierbei um Vorzieheffekte handelt. Es kann also gut sein, dass ein größerer Einbruch des Welthandels und somit der globalen Industrieproduktion erst noch bevorsteht: Datenseitig verweisen die Frühindikatoren hier auf erste Schwächesignale, ein veritabler Einbruch blieb aber zumindest bis zum April aus. Derweil hat sich die Auftragslage in Deutschland zuletzt zwar spürbar aufgehellt, was aber vor allem auf die geplanten Fiskalpakete zurückzuführen sein dürfte. Insgesamt ist derzeit kaum eine klare konjunkturelle Richtung auszumachen - selbst wenn die US-Regierung wird einlenken müssen, wird es zumindest noch geraume Zeit dauern, bis der internationale Handel wieder Trift fasst und in der Eurozone stützend spürbar wird. In toto sind die Beharrungskräfte in Europa enorm – wenn überhaupt kommen die Impulse von außen oder durch den Staat. Die fiskalischen Maßnahmen in Deutschland dürften dabei aber nicht ausreichen, um die gesamteuropäische Konjunktur spürbarer anzuschieben, hierzu bedürfte es wohl eines durchgreifenden Anziehens der Industriekonjunktur weltweit. Bis auf weiteres wird das internationale Umfeld diesbezüglich wie geschildert aber unsicher bleiben. Im Ergebnis dürfte der Ausblick für die Eurozone im Kern weiter seitwärts gerichtet bleiben, wir belassen unsere Schätzungen auf den bisherigen Niveaus eines somit insgesamt immer anämischeren Wachstumspfades.

Der wirtschaftliche Ausblick für die asiatisch-pazifische Region bleibt insgesamt positiv, die Wachstumsprojektionen für die Region wurden aber zuletzt weiter herabgestuft. Dies ist hauptsächlich auf die jüngsten Zollankündigungen der USA, Gegenmaßnahmen von Handelspartnern und die damit verbundene Unvorhersehbarkeit zurückzuführen. Der asiatisch-pazifische Raum ist dem US-Zoll-Schock besonders stark ausgesetzt und steht nun vor größeren wirtschaftlichen Problemen als andere Regionen: Grundsätzlich sind viele asiatische Volkswirtschaften sehr offen und handels- und güterorientiert. Dabei haben asiatische Länder ihre Integration in die globalen Lieferketten gerade in den letzten Jahren weiter intensiviert und sind dabei zunehmend von der US-Nachfrage abhängig. Die Kombination aus einer stärkeren Abhängigkeit vom US-Markt und einer erheblichen globalen politischen Unsicherheit stellt eine Schwachstelle für die Region dar. Angesichts der größeren Anfälligkeit der Region gegenüber dem unsicheren Handelsumfeld und einer schwächer als erwarteten globalen Nachfrage sowie der Volatilität der Vermögenspreise, die das Potenzial für Störungen von Kapitalflüssen und Investitionen erhöht, dominieren derzeit die Abwärtsrisiken für den Wachstumspfad. Insgesamt überwogen in den letzten Monaten somit auch die Abwärtskorrekturen der Wachstumsprognosen für die Region. Dennoch bleibt die asiatisch-pazifische Region mit Blick auf das hohe autonome Wachstum ein bedeutender Motor für das weltweite Wirtschaftswachstum. Relativ gesehen verlieren die Länder der Region aufgrund des hohen Potentialwachstums zudem weniger als die etablierten Industrienationen: Während sich das US-Wachstum halbiert, verlieren die Länder Asiens nur ein Viertel ihrer gesamtwirtschaftlichen Dynamik. Diese Asymmetrie dürfte idealerweise auch dazu beitragen, dass sich die mittlerweile freihändlerische Position Asiens perspektivisch – hoffentlich – durchsetzen kann. Die jüngsten Handelsgespräche zwischen den USA und China könnten zusätzliches Vertrauen schaffen, auch wenn ihre direkten Auswirkungen auf das regionale Wachstum bisher naturgemäß noch eng begrenzt sind. Das Wachstum der asiatisch-pazifischen Region dürfte sich den Projektionen zufolge von 4,6 Prozent im Jahr 2024 und 4,4 Prozent im Jahr 2025 verlangsamen.

Zinssätze Ungebrochen unterliegen die internationalen Rentenmärkte einer Vielzahl auch divergierender Kräfte: Die Trumpsche Handelspolitik lähmt das Wirtschaftswachstum, dürfte aber perspektivisch mit einer erheblichen aber gleichwohl weitgehend temporären Zunahme des Preisdrucks verbun-

den sein. Eine expansivere Fiskalpolitik und spürbar höhere Verteidigungsausgaben in der Eurozone komplettieren das Bild. Der Schlüssel zur weiteren Zinsentwicklung dürfte auch für die internationalen Rentenmärkte primär in der weiteren Entwicklung der Handelspolitik der USA liegen: Bleibt es bei den hohen effektiven Zollsätzen, kommt es zwar zu einem Inflationsschub, aber die Fed dürfte im weiteren Verlauf dann doch zu Hilfe eilen müssen, wenn sich die Konjunktur weiter abkühlte oder gar rezessiv würde. Käme Trump hingegen allmählich zur Raison, wird die US-Notenbank demgegenüber mehr Zeit haben, die Wirkungen der Inflationsimpulse abzuwarten. Im Ergebnis wirkt der ultraaggressive handelspolitische Kurs paradoxerweise zinssenkend, auch wenn dadurch tarifär bedingte Inflationsimpulse entstehen. Vor diesem Hintergrund hat die US-Notenbank die Leitzinsen auf ihrer letzten Sitzung erwartungsgemäß nicht verändert, der Zielkorridor für die Fed Funds blieb damit bei 4,25 % - 4,50 %. Jenseits der wirtschaftspolitischen Entwicklungen dürfte aber auch ein weiterer Faktor mehr und mehr Gewicht für die Zinsbildung gewinnen: Wie an dieser Stelle bereits erörtert, verdichten sich derzeit die Anzeichen für eine deutliche Abschwächung am US-Arbeitsmarkt. Erstmals seit fünf Jahren liegt die Zahl der offenen Stellen mittlerweile auf dem Niveau des Arbeitsangebotes. Vieles spricht dafür, dass sich die Arbeitskräftenachfrage weiter erheblich abkühlen wird und in der Folge der Lohndruck spürbar abnehmen wird. Bleibt es wie es ist, dürfte sich der unterliegende Preistrend nachhaltig abschwächen – somit würden in diesem Szenario sowohl der Wachstums- als auch der Inflationsausblick für weitere Zinssenkungen sprechen. Insgesamt hat die Fed es also mit einer weiterhin hochkomplexen Situation zu tun, deren primäre Determinante sich quasi jederzeit wieder ändern kann. Insofern ist die US-Notenbank in der Tat gut beraten, zunächst weiter abzuwarten, wie sich die US-Wirtschaft und die US-Wirtschaftspolitik weiterentwickeln. Wir gehen 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 aber noch weiter erhöhen. Die zehnjährigen US-Renditen sollten im Saldo der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 4,4 % liegen.

In der Eurozone dürfte die EZB nach der jüngsten Zinssenkung immer stärker daten- und eventgetrieben reagieren. Aus unserer Sicht bleiben die Zinsvorgaben seitens der EZB dabei angesichts des immer flacheren realwirtschaftlichen Expansionspfades aber grundsätzlich weiterhin zu hoch: Vielbeachtete Modelle für den sog. neutralen Realzins sind mittlerweile noch deutlich unter die Werte aus der Hochzeit der Corona-Pandemie gefallen und markieren diesbezüglich den mit Abstand tiefsten Stand seit mehr als 50 Jahren! Zudem ist die Inflation weiter rückläufig, trotz der gesamteuropäisch resilienten Arbeitsmärkte bleibt auch die Arbeitsnachfrage rückläufig, was den Preisdruck auf die mittlere bis längere Frist erheblich dämpfen wird. Im Ergebnis werden somit – vor allem sofern sich an der US-Handelspolitik nicht maßgeblich etwas ändert – weitergehende Maßnahmen der EZB durchaus wahrscheinlich. Wir erwarten mindestens zwei weitere Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten auf Sicht der kommenden 12 Monate. Danach wird es darauf ankommen, wie stark die dämpfenden Effekte der US-Zollrunde auf die Länder der Eurozone tatsächlich ausfallen werden. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte auf Jahressicht bei Werten um 2,8 % liegen.

Credit Spreads

Die gesamteuropäischen Risikoprämien sind mit aktuellen Werten um 56 Basispunkten weiter gesunken – analog zu den Risikoprämien weltweit. Derzeit sehen wir die Spreads nach unseren Simulationen annähernd exakt fair bewertet. In der Tendenz sollten die gesamteuropäischen Credit Spreads insbesondere mit Blick auf weitere Zinssenkungen seitens der EZB aber noch weiter sinken.

Devisenmärkte

Nach wie vor wird die Wechselkursentwicklung maßgeblich von den jeweils letzten Ankündigungen des US-Präsidenten bestimmt: 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. Dementsprechend wertete die US-Devisen nach der jüngsten Einigung, die Zölle auf Importe aus dem jeweils anderen Land für 90 Tage wieder deutlich zu senken, wieder spürbar auf. Wahrscheinlichkeitsgewichtet ist – zumindest bis größerer Schaden an der US-Wirtschaft sichtbar würde – nach unserem Dafürhalten davon auszugehen, dass Trump zunächst an seinem wirtschaftspolitischen Konzept festhält und die US-Außenzölle erheblich bleiben. Im Ergebnis dürfte die US-Wirtschaft immer mehr an Leistungsfähigkeit verlieren, so dass sich die Fundamentalfaktoren grundsätzlich weiterhin zugunsten des Euro verschieben werden. In unserem Hauptszenario erwarten wir daher, dass der Euro infolge eines sinkenden US-

Zinsvorsprungs mittelfristig weiter aufwerten wird: Auf Basis unserer Simulationen sehen wir auf Jahressicht unverändert gleichgewichtige Kurse von EURUSD um 1,14.

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.