

Prognosen: Wachstum (BIP)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Preise (CPI)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Europa

	Jul. 25	Okt. 25	Jan. 26	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	49,5	49,8	48,8	51,6
Markit: Dienstleistungen	50,5	51,3	52,4	50,2
EU-Geschäftsklima	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3
Insee-Geschäftsklima	98,3	93,4	94,4	94,2
Konsumentenvertrauen	-13,9	-13,4	-13,2	-16,3

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Jul. 25	Okt. 25	Jan. 26	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	88,3	87,6	87,6	86,4
Markit: Verarb. Gewerbe	49,0	49,5	47,0	52,2
Markit: Dienstleistungen	49,7	51,5	52,7	50,9
Auftragseingänge	86,8	87,3	98,4	88,3
GfK-Konsumklima	-20,0	-23,5	-23,4	-24,8

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

ResearchDr. rer. oec. Jan Bottermann Tel.: 0201 8115 553
ChefvolkswirtEmail: 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
Christian Hamelau Tel.: 0201 8115 427**Private Banking/Wealth Management:**[Ihre Ansprechpartner](#)

Wachstum Der mit ungebrochen hoher Intensität fortgeführte Konflikt im Nahen Osten verursacht sowohl erhebliches menschliches Leid als auch sehr hohe wirtschaftliche Kosten und stellt schließlich aufgrund der hohen Bedeutung der Region für die globale Ölversorgung die Widerstandsfähigkeit der gesamten Weltwirtschaft auf die Probe. Zwar gibt es grundsätzliche Fortschritte zu einer Beilegung des Konfliktes auf dem Wege der Verhandlungen, bis zur Stunde ist aber keine wirklich tragfähige Kompromisslinie in Sicht, zu unvereinbar sind die Positionen insbesondere in der Nuklearfrage. So ist davon auszugehen, dass die geoökonomischen Schäden von Stunde zu Stunde größer werden, vielfach, wie im Falle der Energieanlagen vor Ort, nur auf längere Sicht wieder ungeschehen gemacht werden können. Fast alles hängt nun vom weiteren konkreten Verlauf des Konfliktes ab, insofern sind die Prognoserisiken derzeit enorm.

Bis zum Ausbruch des Konfliktes blieb das globale Wachstum solide und erreichte im Jahre 2025 eine annualisierte Rate von 3,4 Prozent - deutlich oberhalb der Schätzungen, die seit der Jahresmitte 2025 vorgeherrscht hatten. Privater Konsum und Investitionen waren in vielen Volkswirtschaften die wichtigsten Wachstumstreiber, wobei günstige Finanz- und Fiskalbedingungen die Nachfrage nach Technologien der künstlichen Intelligenz zusätzlich ankurbelten. Dabei blieb hier die asiatisch-pazifische Wachstumsregion der globale Wachstumstreiber, trotz der hohen Zölle getragen von einer erstaunlich robusten Exportperformance vor allem in China aber auch in Asien insgesamt. Insbesondere in Indien fiel das Wachstum nach Revisionen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung höher aus als erwartet, ebenso in geringerem Maße in der Eurozone. Auch der Welthandel mit Waren hatte trotz des erheblichen Anstiegs der Zölle sein stetiges Wachstum bis in das Frühjahr 2026 fortgesetzt: Technologiebezogene Exporte aus asiatischen Volkswirtschaften stiegen deutlich an, was mit robusten Technologieinvestitionen in den Handelspartnerländern einherging. Diese Entwicklungen bestätigen eindrucksvoll unsere Argumentationslinie (vgl. *Ausblick Weltwirtschaft 2025, 2026*), dass das multipolare Weltwirtschaftsregime insbesondere im Rahmen des technologiegetriebenen Strukturwandels erheblich an Widerstandsfähigkeit zugelegt hat. Dies könnte auch jetzt dazu beitragen, die Auswirkungen der aktuellen Schocks abzufedern. Zudem sind viele Volkswirtschaften heute weniger energieintensiv als in früheren Jahrzehnten, was die direkte Abhängigkeit vom Ölpreis reduziert. Darüber hinaus haben zahlreiche Länder ihre Energiequellen diversifiziert und verstärkt in erneuerbare Energien investiert, wodurch die



Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	7129	201,00
10Y US T-Notes	4,3	-0,04
DAX Index	24384,2	641,8
Nikkei	58825	2.322
Hang Seng	26361	700
Öl (Brent-Future)	94,8	-3,22
Gold-Future	4829	62,80
EUR / USD	1,176	0,00
EUR / GBP	0,871	0,00
EUR / JPY	186,88	-0,62

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Jul. 26	Okt. 26	Jan. 27	Mai. 27
Fed Funds	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
3M-USD-Libor	3,93	3,93	3,57	3,32	3,32
2J Treasuries	3,72	3,66	3,58	3,46	3,35
5J Treasuries	3,86	3,89	3,79	3,68	3,56
10J Treasuries	4,26	4,32	4,17	4,06	3,95
Tendersatz	2,15	2,15	2,15	1,90	1,90
3M-Euribor	2,19	2,22	2,26	2,05	2,05
2J Bundesanleihen	2,45	2,49	2,43	2,27	2,12
5J Bundesanleihen	2,64	2,66	2,62	2,51	2,40
10J Bundesanleihen	2,98	2,99	2,95	2,89	2,85

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Jul. 26	Okt. 26	Jan. 27	Mai. 27
USD	1,18	1,16	1,17	1,19	1,20
CHF	0,92	0,90	0,90	0,91	0,91
GBP	0,87	0,86	0,86	0,85	0,85
NOK	10,98	11,10	11,00	10,90	10,80
SEK	10,77	10,68	10,60	10,54	10,49
AUD	1,64	1,61	1,62	1,64	1,65
NZD	2,00	1,97	1,98	2,00	2,01
CAD	1,61	1,58	1,59	1,61	1,61
JPY	187	184	186	189	191
Renminbi	8,03	7,91	7,97	8,10	8,17

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Verwundbarkeit gegenüber fossilen Preisschwankungen sinkt.

Nachdem die Weltwirtschaft dem Zolsschock solchermaßen überraschend deutlich widerstanden hatte, stellt der eskalierende Konflikt im Nahen Osten nun die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft abermals auf eine harte Probe: Deutlich gestiegene Ölpreise sind nun der entscheidende Faktor für die Wachstumsprognose: Erfahrungsgemäß sind die Schäden an der Weltwirtschaft dabei eine direkte Funktion sowohl des Ausmaßes als insbesondere auch der Dauer des Konflikts. Seit Ende Februar haben die Schließung wichtiger Energieinfrastruktur und der nahezu vollständige Stillstand der Lieferungen durch die Straße von Hormus den globalen Fluss von Rohöl, Ölprodukten und Flüssigerdgas unterbrochen. Öl- und Ölproduktexporte durch die Straße von Hormus machten rund 20 % der globalen Produktion im Jahr 2025 sowie 25 % des globalen Seehandels mit Öl aus. Erschwerend kommt hinzu, dass es nur begrenzte Möglichkeiten für den Transport über alternative Routen und die Zwischenlagerung verschobener Lieferungen in lokalen Lagereinrichtungen gibt. Da andere Produzenten nur über begrenzte kurzfristige Reservekapazitäten verfügen, haben die Versorgungsengpässe einen starken Anstieg der Energiepreise verursacht, der aufgrund der Unsicherheit über die Dauer und die anhaltenden Auswirkungen des Konflikts zudem erheblichen Schwankungen unterliegt.

In der Summe sieht sich die Weltwirtschaft infolge des US-Iran-Kriegs mit einem strukturellen Energiepreisschock konfrontiert, dessen Ausmaß - maßgeblich - davon abhängen wird, wie lange die Straße von Hormus gesperrt bleibt. Grundsätzlich gelten hier die Energiemärkte aufgrund der traditionell hohen Verflechtung mit politischen Entwicklungen - m.E. vollkommen zu Recht - als effiziente bzw. somit realistische Schätzer auch der Geopolitik. Legt man daher solchermaßen die aktuellen Terminkurven zugrunde — also eine langsame Normalisierung des Hormus-Verkehrs innerhalb weniger Wochen bis Monate — wären die makroökonomischen Folgen ein sicherlich beherrschbarer globaler Wachstumsverlust von 0,2 bis 0,3 Prozentpunkten gegenüber der Vorkriegsprognose, bei einer um 0,15 Prozentpunkte erhöhten Kerninflation in den entwickelten Volkswirtschaften. Operiert man hingegen mit der Annahme konstanter Spot-Preise - also mit der Hypothese einer anhaltenden Blockade ohne schnelle diplomatische Lösung — spitzt sich das Bild erheblich zu. Dabei dürften die negativen Effekte auf das Wachstum mit zunehmenden Zeitbezug grundsätzlich stärker zunehmen als die Effekte auf den unterliegenden Preistrend, da die globale Nachfrage dann erheblich sinken würde und somit den Preisauftrieb immer stärker dämpft. Im Ergebnis könnte das globale Wachstum im Extremfall um bis zu

einem Prozentpunkt vermindert werden, während die Kerninflation um 0,5-0,8 Prozentpunkte ansteigen könnte. Die Prognoserisiken sind dabei - vor allem auch mit Blick auf die anhaltenden positiven Überraschungen bezüglich der Resilienz der Weltwirtschaft - allerdings enorm.

Das prognostische Kernproblem bleibt derzeit aber vor allem, dass Präsident Trump immer unberechenbarer wird - so hat er sich mittlerweile zur Gänze von seinen Wahlankündigungen bezüglich der außenpolitischen Linie entfernt. Dennoch ist davon auszugehen, dass seine öffentliche Wahrnehmung für ihn gerade im Vorfeld der Mid-Terms zumindest eine einigermaßen bindende Restriktion bleibt. Das strategische Grundmuster im Nahost-Konflikt bleibt daher wohl, dass Iran den längeren, Trump den kürzeren Atem hat: Berichte, dass Trump auch schlichtweg keine „Lust“ mehr auf Kriegsfortsetzung hat, da sie steigende Preise für Amerikaner verursacht und breit unpopulär ist, sind hier ein starkes Indiz dafür, dass Trump immer stärker den Exit aus dem Konflikt suchen wird. Insofern ist m.E. zumindest b.a.W. von einem rationalen Terminpreisszenario und in der Summe beherrschbaren Effekten auszugehen: Das Jahr 2026 könnte somit weiterhin von einer zunächst rückläufigen wirtschaftlichen globalen Tätigkeit gekennzeichnet sein, mit dem Erreichen des Sommerhalbjahres könnte dann wieder eine Zunahme der Dynamik weltweit Platz greifen. Wahrscheinlichkeitsgewichtet gehe ich weitgehend analog zu den jüngsten IWF-Projektionen davon aus, dass das globale Wachstum im laufenden Jahr bei 3,1 % und im kommenden Jahr bereits wieder bei 3,3 % liegen dürfte.

Zinssätze Der US-Iran-Krieg hat die internationalen Rentenmärkte innerhalb weniger Wochen in ein Regime erhöhter Volatilität und strukturell neu kalibrierter Zinserwartungen versetzt. Was zunächst als klassischer Angebotsschock auf den Ölmärkten erschien, entwickelte sich rasch zu einem komplexen geldpolitischen Dilemma: Inflation und Wachstumsabschwächung treffen gleichzeitig ein, während Notenbanken weltweit mit bereits stark eingeschränktem Handlungsspielraum operieren. Zentral für den Zinsausblick dürfte - wie auch mit Blick auf die Wachstumseffekte - die Frage sein, wie lange sich die Öl- und Energiepreise auf welchem Niveau halten werden und ab wann und inwieweit eine Konvergenz zur Normalität beginnen kann. Grundsätzlich hat der Nahost-Konflikt als derzeit dominanter Einfluss-Faktor dabei m.E. eine inhärent asymmetrische Chance-Risiko-Verteilung: Noch höhere Ölpreise würden zwar die Inflation temporär treiben, die Wachstumseffekte dürften aber wesentlich stärker sein: Spätestens bei einer globalen Rezession bräche die Nachfrage dann so stark ein, dass die Inflation kaum noch - zusätzlich - steigt. Und in der Tat: Über alle Regionen hinweg sind die internationalen Rentenmärkte derzeit durch eine ungewöhnliche Konstellation gekennzeichnet: Die Renditen der Kurzläufer steigen auf Inflationsängste hin, Langläufer bleiben dagegen gedämpfter — ein sog. „Bear-Flattening“, das geldpolitische Straffungserwartungen einpreist, aber gleichzeitig auf mittel- bis langfristige Wachstumssorgen verweist: Der Anleihemarkt wird also derzeit in zwei entgegengesetzte Richtungen gezogen — steigende Inflation rechtfertigt höhere Zinsen am kurzen Ende, verlangsamtes Wachstum spricht mit zunehmenden Zeitbezug gegen sie.

Insgesamt dürften die Renditen ihre Top-Stände nunmehr annähernd erreicht haben, zumindest haben sie sich bereits relativ weit von den fundamentalen Gleichgewichten der Vorkriegszeit abgekoppelt: Für die mittel- bis längerfristige Projektion des unterliegenden Preistrends in den Industrienationen zentral ist auch weiterhin der Umstand, dass sich der Auslastungsgrad insbesondere am amerikanischen Arbeitsmarkt - aber zusehends auch in Europa - weiter spürbar vermindert. Dies ist auf die Dauer entscheidend dafür, dass die Inflationsimpulse vom Lohnsetzungsprozess weiter rückläufig bleiben und der eigentlich ökonomisch determinierte unterliegende Preistrend weiter abwärts gerichtet bleibt. Vor allem mit Blick auf die immer stärkeren Belastungen für den privaten Sektor durch den Energiepreisschock sollte der private Konsum weiter nachgeben, was den ohnehin schon zur Schwäche tendierenden Arbeitsmarkt weiter belasten sollte. So deuten die leistungsfähigsten Frühindikatoren für die Arbeitskräftenachfrage ungebrochen auf eine erhebliche Abschwächung der Beschäftigung, möglicherweise beschleunigt sich dieser Prozess zukünftig sogar noch, da die KI mehr und mehr Arbeitskräfte freisetzt. Die US-Stundenlöhne als die primäre Hauptkomponente des unterliegenden Preistrends befinden sich jedenfalls nunmehr das dritte Jahr in Folge in einem markanten Abwärtstrend, insofern dürfte auch der unterliegende Inflationstrend bei der Kerninflation abwärtsgerichtet bleiben. Vor diesem Hintergrund gehe ich weiterhin davon aus, dass die amerikanische Notenbank ihre Leitzinssätze zumindest perspektivisch grundsätzlich ermäßigen dürfte. Sie wird aber natürlich die weitere Entwicklung in Nahost zunächst noch abwarten wollen. Auf Dauer wären m.E. aber nach wie vor mindestens zwei, wenn nicht gar drei Zinssenkungen gleichgewichtig. bzw. angemessen.

Somit wird die US-Notenbank - im Rahmen der voraussichtlich sukzessiven Normalisierung an den Energiemärkten - im weiteren Verlauf des Jahres voraussichtlich Zinssenkungen vornehmen, Ausmaß und Timing hängen hier aber naturgemäß vom weiteren Verlauf des Konfliktes ab. Auch die EZB wird zunächst weiter zuwarten wollen, wie sich der Ölpreisschock im Einzelnen konkret entwickelt, aufgrund der geringen Kernpreiseffekte aber voraussichtlich durch die Entwicklung hindurchschauen können, zumindest im Terminszenario. Vor dem Hintergrund der chronischen Wachstumsschwächen Europas, die sich durch die vielfältigen geopolitischen und geoökonomischen Schocks noch erheblich verstärken, scheint m.E. bereits eine Zinserhöhung schon eine hohe Hürde zu sein. Die zehnjährigen US-Renditen sollten in einer diesbezüglich entsprechend wahrscheinlichkeitsgewichteten Projektion verschiedener wirtschaftspolitischer Szenarien bzw. der jeweiligen Entwicklung der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 3,95 % liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls Szenario basiert - auf Jahressicht bei Werten um 2,85 % liegen.

Credit Spreads Die gesamteuropäischen Risikoprämien sind mit aktuellen Werten um 56 Basispunkten wieder deutlich unter ihre Top-Stände gefallen, die mit rund 75 Indexpunkten während des Nahost-Krieges erreicht wurden. Bei weiterhin hoher Unsicherheit - wie oben erörtert - sehen wir die Spreads auf Basis unserer Simulationen derzeit deutlich unterhalb ihrer fairen Werte, die Risikoprämien könnten also wieder stärker steigen. Faire Werte sehen wir derzeit bei knapp 65 Basispunkten.

Devisenmärkte In den vergangenen Wochen hat sich der Wechselkurs zwischen US-Dollar und Euro vergleichsweise stabil, aber mit leichten Schwankungen und einem zuletzt eher schwächeren Dollartrend entwickelt. Insgesamt zeigte sich damit ein seitwärts gerichtetes Muster mit moderater Dollarabwertung, nachdem der Dollar zuvor - insbesondere im Zuge geopolitischer Spannungen - zeitweise stärker gewesen war. Treiber dieser Entwicklung waren vor allem Veränderungen in der globalen Risikowahrnehmung: Zu Beginn der jüngsten geopolitischen Eskalationen im Nahen Osten hatte der Dollar noch deutlich von seiner Rolle als „sicherer Hafen“ profitieren können. Mit den sich verstärkenden Signalen einer Entspannung ließ diese Sicherheitsnachfrage jedoch wieder nach. In der Folge kam es zu einer Abwertung des Dollars, da Investoren wieder stärker in risikoreichere Anlagen und andere Währungsräume umschichteten. Eng verknüpft mit dem Kursverlauf war hier natürlich auch die Entwicklung der Ölpreise und deren makroökonomische Implikationen: Der zwischenzeitliche starke Anstieg der Ölpreise infolge der Spannungen führte zunächst zu Inflationssorgen und unterstützte den Dollar. Gleichzeitig belasteten hohe Energiepreise insbesondere die europäische Wirtschaft, was den Euro tendenziell schwächte. Mit der teilweisen Beruhigung am Ölmarkt und einer gewissen Stabilisierung der Energiepreise verringerte sich dieser Effekt zuletzt wieder, was zur leichten Erholung des Euro beitrug. Schließlich spielen die geldpolitischen Erwartungen eine wichtige Rolle: Die Märkte gehen derzeit davon aus, dass die US-Notenbank ihre Zinsen vorerst nicht deutlich senken wird, während auch die europäische Geldpolitik vorsichtig bleibt, möglicherweise sogar einen Schritt nach oben durchführen muss. Diese relativ ausgeglichenen Zinserwartungen haben dazu beigetragen, dass sich kein klarer Trend in eine Richtung durchsetzt, sondern der Wechselkurs eher in einer Bandbreite verharrt.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich der längerfristige Trend zur Abwertung des US-Dollars weiter fortsetzt: Derzeit dürfte die US-Wirtschaft schneller schwächer werden als das Euroland, zumal die fiskalische Entwicklung Europa spürbar stützt. Vor allem wenn sich die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt weiter so akzentuiert, sollte die US-Notenbank handeln können, so dass der US-Dollar weiter abwertet. Grundsätzlich ist auch weiterhin davon auszugehen, dass sich der Ausblick für die US-Wirtschaft voraussichtlich noch erheblich wird eintrüben müssen, bis die Trump-Administration den kontraproduktiven Generalkurs ihrer Wirtschaftspolitik nennenswert ändern wird. Bis zu dieser Erkenntnis bzw. deren Umsetzung könnte allerdings noch geraume Zeit vergehen. Wir gehen daher grundsätzlich davon aus, dass es bei dem Abwärtstrend des US-Dollars bleibt. Unsere Simulationen deuten ungebrochen darauf hin, dass sich der EUR/USD-Kurs innerhalb eines Jahres bei etwa 1,20 einpendeln dürfte.

WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN!

Die in dieser Ausgabe enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswire, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt), die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Diese Ausgabe stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen der Autoren geben deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK AG überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sowie abgegebene Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine entsprechende vergleichbare künftige Entwicklung.

NATIONAL-BANK
Aktiengesellschaft
Theaterplatz 8
45127 Essen

Aufsichtsbehörde
Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.