

**Prognosen: Wachstum (BIP)**

	2023	2024	2025	2026e	2027e
Deutschland	-0,3	-0,2	0,2	0,6	1,1
Euroraum	0,4	0,9	1,4	0,9	1,3
USA	2,9	2,8	2,1	1,9	1,9
China	5,2	5,0	5,0	4,6	4,4
Welt	3,5	3,3	3,4	3,1	3,3

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Prognosen: Preise (CPI)**

	2023	2024	2025	2026e	2027e
Deutschland	6,0	2,5	2,2	2,8	2,3
Euroraum	5,4	2,4	2,1	2,9	2,1
USA	4,1	3,0	2,7	3,5	2,4
China	0,2	0,2	0,0	1,1	1,1
Welt	6,4	5,0	3,8	4,2	4,2

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Europa**

	Aug. 25	Nov. 25	Feb. 26	aktuell
Markt: Verarb. Gewerbe	49,8	50,0	49,5	52,2
Markt: Dienstleistungen	51,0	53,0	51,6	47,6
EU-Geschäftsklima	-0,7	-0,4	-0,4	-0,3
Insee-Geschäftsklima	95,9	94,8	93,8	94,7
Konsumentenvertrauen	-13,4	-12,6	-12,6	-20,6

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Frühindikatoren: Deutschland**

	Aug. 25	Nov. 25	Feb. 26	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	88,5	88,3	87,7	84,5
Markt: Verarb. Gewerbe	49,1	49,6	49,1	51,4
Markt: Dienstleistungen	50,6	54,6	52,4	46,9
Auftragseingänge	84,5	88,5	87,3	92,9
GFK-Konsumklima	-20,3	-22,5	-26,9	-28,1

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Research**

Dr. rer. oec. Jan Bottermann      Tel.: 0201 8115 553  
 Chefvolkswirt  
 Email: [jan.bottermann@national-bank.de](mailto: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** Die Weltwirtschaft steht derzeit vor enormen Herausforderungen: Vor allem die kriegsbedingten Verwerfungen im Nahen Osten aber auch die anhaltenden Spannungen zwischen Russland und dem Westen haben den Ölpreis enorm erhöht. Damit verschärfen sich die strukturellen Belastungen für die globale Konjunktur noch einmal erheblich, nachdem die Weltwirtschaft bereits in den vergangenen Jahren durch die postpandemisch hohe Inflation, eine entsprechend restriktive Geldpolitik, zumindest zwischenzeitlich beeinträchtigte Lieferketten und zunehmende geopolitische Belastungsfaktoren geprägt war. Dabei zeigt sich im internationalen Vergleich eine bemerkenswerte Heterogenität hinsichtlich der Resilienz einzelner Regionen und Ländergruppen: Während einige Volkswirtschaften aufgrund verbesserter Energieeffizienz, robuster Arbeitsmärkte und solider fiskalischer Positionen widerstandsfähiger erscheinen, geraten andere Staaten infolge hoher Energieimportabhängigkeit, steigender Finanzierungskosten und schwacher Binnenkonjunktur zunehmend unter Druck.

Für die Industrienationen wird hier daher gegenwärtig lediglich ein moderates Wachstum erwartet: Besonders in Europa und Japan wirken sich steigende Energiekosten negativ auf die Kaufkraft der privaten Haushalte sowie auf die Wettbewerbsfähigkeit energieintensiver Industrien aus. Gleichzeitig bleibt die fiskalische Unterstützung vieler Staaten aufgrund hoher Verschuldungsstände eingeschränkt. Die US-Wirtschaft zeigt sich zwar auf den ersten Blick noch sehr robust, was insbesondere auf die Impulse aus dem KI-Boom zurückgeht. Dieser dürfte zwar voraussichtlich noch Bestand haben, der private Konsum als zentrale Säule der US-Wirtschaft dürfte aber sukzessive weniger Impulse liefern - das Vertrauen der privaten Haushalte ist dank der erratischen Wirtschaftspolitik der Trump-Administration und sinkender Arbeitskräftenachfrage auf historische Tiefststände gesunken. Die Schwellenländer rund um den Globus zeigen hingegen ein wesentlich differenzierteres Bild. Zahlreiche Emerging Markets profitieren von einer im Vergleich zu früheren Krisen deutlich verbesserten makroökonomischen Stabilität. Viele Zentralbanken etwa in Lateinamerika aber auch in vielen anderen Schwellenländern rund um den Globus hatten frühzeitig auf den Inflationsanstieg reagiert und verfügen inzwischen über eine erheblich größere geldpolitische Glaubwürdigkeit. Gleichwohl bleibt Asien trotz der gegenwärtigen Belastungen die dynamischste Wirtschaftsregion der Welt: Vor allem Indien entwickelt sich weiterhin zu einem der wichtigsten globalen Wachstumsmotoren. Das Land profitiert von einer starken Binnenkonjunktur, umfangreichen Infrastrukturinvestitionen und einer zu-

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	7558	185,25
10Y US T-Notes	4,5	-0,12
DAX Index	25344,2	604,7
Nikkei	64999	5.195
Hang Seng	25328	-470
Öl (Brent-Future)	96,3	-8,88
Gold-Future	4524	5,50
EUR / USD	1,165	0,00
EUR / GBP	0,866	0,00
EUR / JPY	185,54	0,82

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Aug. 26	Dez. 26	Mrz. 27	Jun. 27
Fed Funds	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
3M-USD-Libor	3,91	3,91	3,55	3,30	3,30
2J Treasuries	4,02	3,85	3,79	3,59	3,40
5J Treasuries	4,15	4,07	3,97	3,77	3,56
10J Treasuries	4,46	4,45	4,30	4,10	3,90
Tendersatz	2,15	2,15	2,15	1,90	1,90
3M-Euribor	2,23	2,27	2,31	2,11	2,10
2J Bundesanleihen	2,56	2,60	2,57	2,40	2,23
5J Bundesanleihen	2,66	2,74	2,73	2,60	2,47
10J Bundesanleihen	2,96	3,05	3,03	2,97	2,90

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

### Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Aug. 26	Dez. 26	Mrz. 27	Jun. 27
USD	1,16	1,16	1,17	1,19	1,20
CHF	0,92	0,91	0,91	0,92	0,92
GBP	0,87	0,86	0,86	0,85	0,85
NOK	10,83	10,90	10,90	10,80	10,70
SEK	10,79	10,70	10,62	10,56	10,51
AUD	1,63	1,62	1,62	1,65	1,65
NZD	1,98	1,97	1,98	2,00	2,01
CAD	1,61	1,60	1,60	1,62	1,63
JPY	186	185	186	190	191
Renminbi	7,90	7,86	7,93	8,06	8,13

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

nehmenden Verlagerung globaler Produktionskapazitäten aus China. Dabei bleibt Indien jedoch stark von Energieimporten abhängig, sodass dauerhaft hohe Ölpreise die Inflation anheizen und die Handelsbilanz belasten könnten. China befindet sich weiterhin in einer Phase struktureller Anpassung. Das Wachstum fällt spürbar schwächer aus als in den Jahrzehnten zuvor, insbesondere aufgrund der Krise im Immobiliensektor, der demografischen Entwicklung und der zunehmenden geopolitischen Spannungen mit den USA. Dennoch verfügt China weiterhin über erhebliche staatliche Steuerungsmöglichkeiten und industrielle Kapazitäten. Südostasien zeigt sich insgesamt vergleichsweise robust, da Länder wie Vietnam, Indonesien und die Philippinen von der Diversifizierung globaler Lieferketten profitieren. Gleichzeitig erhöhen die höheren Energiepreise aber auch dort den Druck auf Verbraucher und Unternehmen. Die gesamte asiatisch-pazifische Region wird dabei erheblich gestützt durch eine signifikante Unterbewertung des Renminbi-zentrierten Währungsgefüges, die den aktuellen Boom bei den IT-Exporten noch maßgeblich stützt.

Somit ist der weitere unmittelbare konjunkturelle Ausblick für die Weltwirtschaft derzeit vor allem eine Funktion von Dauer und Intensität des Nahost-Konfliktes: Sollte nun zeitnah eine Lösung gefunden werden, würden die Terminpreise für die Öl- und Ölderivate sofort massiv zurückgehen, und die Erwartungen an den internationalen Rentenmärkten würde keine weiteren Inflationsgefahren signalisieren: In dem Moment, wo transparent würde, dass der ölpreisbedingte Preisdruck wieder nachließe, veränderte sich auch die Erwartungshaltung des Publikums, was wiederum eine zentrale Rolle bei der Steuerung der Geldpolitik durch die Notenbanken spielte. Sinkende Ölpreise würden somit schnell auch auf das internationale Zinsgefüge wirken und sofort wieder stärker wachstumsstützend wirken. Bleiben die Ölpreise hingegen weiterhin hoch, akkumulieren sich die Risiken, da sich die Preisimpulse sukzessive durch die gesamte Produktionskette hindurcharbeiten und die Inflationserwartungen sukzessive nach oben verschieben. Insofern hängt derzeit sehr viel von der konkreten Konfliktentwicklung ab: Bislang zumindest, hat sich meine Einschätzung einer zumindest weiter rückläufigen Konfliktintensität als grundsätzlich richtig erwiesen. Ich gehe hier auch weiterhin davon aus, dass die US-Administration ein dominantes Interesse hat, den Konflikt nunmehr alsbald zu beenden. Wesentlicher Beleg dafür ist hier m.E. insbesondere, dass Präsident Trump immer wieder Verhandlungslösungen in Aussicht stellt, obwohl ihm die öffentliche Wahrnehmung seiner erratischen Politik durchaus bewusst sein dürfte: Die USA brauchen einen Deal offenkundig viel stärker als die Iraner. Da schließlich auch die gesamte Staatengemeinschaft ein vitales Interesse an einer reibungslosen Ölversorgung hat, bleibt eine diplomatische Lösung das

m.E. mit Abstand wahrscheinlichste Szenario: Ich sehe - gestützt auch auf die marktimpliziten Wahrscheinlichkeiten - in der Summe eine 80-prozentige Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Straße von Hormus spätestens bis zum Frühjahr 2027 wieder annähernd normal funktioniert.

Ungebrochen verweisen die Daten zum Welthandel derzeit darauf, dass die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft weiter sehr hoch bleibt: Treiber dieses strukturellen Bruches sind - wie so oft - eine Vielzahl von Entwicklungen: Sie reichen von der starken Zunahme der Bedeutung des internationalen Dienstleistungshandels via Glasfasernetz über die geringere Energieintensität der meisten Produktionsprozesse bis hin zu besseren Makropolitiken aufgrund der erheblich erhöhten wirtschaftlichen Transparenz und der wesentlich effizienteren Kapitalmärkte. Wie immer wird man dabei für eine exaktere Quantifizierung der konkreten Gewichte der einzelnen Determinanten dieser Entwicklung mehr zeitlichen Abstand benötigen. Der aktuelle Boom der KI ist dabei sicherlich schon ein gewisser Sonderfaktor, der das globale Wachstum derzeit erheblich stützt. Deutlich wird m.E. aber gleichwohl heute schon, dass der technologische Fortschritt hin zu einer immer transparenteren Welt bewirkt, dass geoökonomische Schocks ihre Schrecken offenkundig immer stärker verlieren: Die Informationstechnologien schaffen eine zumindest perspektivisch fast unbegrenzte Elastizität wirtschaftlicher Prozesse, die sich zudem lokalen bzw. regionalen Restriktionen wie den Zöllen oder anderen handelshemmenden Maßnahmen zunehmend entziehen. Vor diesem Hintergrund ist insbesondere auch davon auszugehen, dass der Siegeszug der Künstlichen Intelligenz die globale wirtschaftliche Stabilität noch einmal sprunghaft steigern dürfte. Unter solchen Bedingungen sind die Auswirkungen des Nahost-Konflikts sowohl auf das globale Wachstum als auch auf die weltweite Teuerung zwar deutlich spürbar, aber eben nicht so dramatisch wie in der Vergangenheit. Die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft gegenüber einem Ölpreisschock ist heute insgesamt größer als in den 1970er- oder 1980er-Jahren. Der Anteil der Energiekosten an der globalen Wirtschaftsleistung ist deutlich gesunken, viele Volkswirtschaften sind energieeffizienter geworden, und erneuerbare Energien gewinnen zunehmend an Bedeutung. Zudem sind die Finanzsysteme in vielen Staaten besser kapitalisiert.

Insofern gehe ich davon aus, dass die Weltwirtschaft robust bleibt: Ab dem Herbst 2026 könnte das Expansionstempo weltweit schon wieder zunehmen. *Conditio sine qua non* für dieses Szenario ist dabei allerdings die Prämisse, dass die Straße von Hormus spätestens im Laufe des Winterhalbjahres auch tatsächlich wieder sukzessive passierbar wird, so dass die Exporte von Öl und Gas aus der Region nach und nach wieder an das Vorkriegsniveau herankommen. Wahrscheinlichkeitsgewichtet gehen wir weitgehend analog zu den aktuellen 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** Die Situation an den internationalen Rentenmärkten wird immer ambivalenter: Nach einem langem Deadlock bei den Verhandlungen sind die effektiven Gefahren für die Ölversorgung etwa mit Blick auf die Lagerbestände für Öl und Ölderivate der Welt immer weiter angestiegen. Aufgrund der damit verbundenen Preisschocks hat sich das gesamte, internationale Renditegefüge weiter erheblich erhöht. Sollte es also nunmehr in den Verhandlungen endlich gelingen, zu einer Lösung zu kommen, die zumindest eine mit einigermaßen hoher Wahrscheinlichkeit eintreffende Öffnung der Straße von Hormus beziehungsweise perspektivische Normalisierung der Ölpreise in Aussicht stellt, wären die zinsenkenden Effekte auf die Zinsniveaus weltweit erheblich. Dies gilt umso stärker, als dass das internationale Zinsgefüge ohnehin immer noch davon geprägt ist, dass die Notenbanken den coronären Verwerfungen und den Preisrisiken der Zollpolitik der US-Administration mit einer restriktiven Geldpolitik begegnen mussten. Sollten sich nun auf den ohnehin schon erhöhten Zinsniveaus die Probleme mit der Ölversorgung weltweit zügig lösen, wäre also das Abwärtspotenzial bei den internationalen Renditen enorm.

Vor dem Hintergrund dieser extremen Pfadabhängigkeit der weltwirtschaftlichen Perspektiven gehe ich davon aus, dass es b.a.W. bei einer abwartenden Haltung der amerikanischen Notenbank bleibt, die aufgrund der noch relativ hohen Notenbanksätze derzeit auch die Spielräume hat, die weitere Entwicklung vorerst abzuwarten. In Europa wird es dann hingegen auf das unmittelbare Entscheidungsumfeld für die EZB ankommen, ob sie einen Zinsschritt nach oben unternimmt oder nicht: Bleibt ein Durchbruch bei den Verhandlungen weiterhin aus, dürfte die EZB die Zinsen auf der kommenden Juni-Sitzung um 25 Basispunkte anheben und dann die weitere Entwicklung abwarten. Auf Basis meiner Generalthese einer sukzessiven Einigung in Nahost ist mit der Zeit dann aber grundsätzlich davon auszugehen, dass die Zinssätze perspektivisch gegen ihre gleichgewichtigen Werte konvergieren: Für die mittel- bis längerfristige Projektion des unterliegenden Preistrends in den Industrienationen zentral ist hier insbesondere weiterhin

der Umstand, dass sich der Auslastungsgrad insbesondere am amerikanischen Arbeitsmarkt - aber zusehends auch in Europa - weiter spürbar vermindert. Dies ist auf Dauer entscheidend dafür, dass die Inflationsimpulse vom US-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, voraussichtlich 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 Trend bei der Kerninflation abwärtsgerichtet bleiben. 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 3,90 % liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls Szenario basiert - auf Jahressicht bei Werten um 2,90 % liegen.

### Credit Spreads

Die gesamteuropäischen Risikoprämien verweilen mit aktuellen Werten um 54 Basispunkten deutlich unter ihren Top-Ständen, 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 unverändert unterhalb ihrer fairen Werte, die Risikoprämien könnten also wieder stärker steigen. Faire Werte sehen wir derzeit bei knapp 61 Basispunkten.

### Devisenmärkte

Der Außenwert des US-Dollars hat sich in den letzten Tagen und Wochen auf Kurse um rund EURUSD 1,16 EUR/USD weiter gefestigt, wobei mehrere Faktoren zusammenwirken. Ausschlaggebend ist zunächst der geopolitische Safe-Haven-Effekt des Iran-Kriegs: In Phasen erhöhter Unsicherheit fließt Kapital traditionell in Dollar-Anlagen. Gleichzeitig haben die durch den Konflikt angetriebenen Ölpreise die US-Inflationssorgen neu entfacht und die Erwartungen an Fed-Zinssenkungen deutlich gedämpft - eine „hawkishere“ Fed stärkt den Dollar strukturell. Verstärkend wirkt zudem die relative Energieunabhängigkeit der USA, die den Dollar gegenüber dem stärker exponierten Euro begünstigt. Als jüngst Berichte über einen möglichen US-Iran-Abkommensentwurf kursierten, gab der Dollar prompt nach - ein dauerhafter Deal dürfte die Aufwertung daher rasch wieder umkehren. 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. Unsere Simulationen deuten ungebrochen darauf hin, dass sich der EUR/USD-Kurs innerhalb eines Jahres bei etwa 1,20 einpendeln dürfte, dabei gehen wir davon aus, dass es alsbald zu einem Deal zwischen den USA und dem Iran kommen wird.

**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.

