

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	0,6	1,2
USA	2,9	2,8	2,1	2,0	1,9
China	5,2	5,0	5,0	4,6	4,6
Welt	3,5	3,3	3,5	3,0	3,4

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Preise (CPI)

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

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Europa

	Okt. 25	Jan. 26	Apr. 26	aktuell
Markit: Verarb. Gewerbe	49,8	48,8	51,6	51,4
Markit: Dienstleistungen	51,3	52,4	50,2	49,4
EU-Geschäftsklima	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4
Insee-Geschäftsklima	93,5	94,5	95,1	89,5
Konsumentenvertrauen	-13,4	-13,3	-16,3	-17,7

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Frühindikatoren: Deutschland

	Okt. 25	Jan. 26	Apr. 26	aktuell
Ifo-Geschäftsklimaindex	87,6	87,6	86,3	85,6
Markit: Verarb. Gewerbe	49,5	47,0	52,2	50,3
Markit: Dienstleistungen	51,5	52,7	50,9	48,6
Auftragseingänge	87,4	98,5	92,6	91,3
GfK-Konsumklima	-23,5	-23,4	-24,8	-29,7

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
 Christian Hamelau Tel.: 0201 8115 427

Private Banking/Wealth Management:

[Ihre Ansprechpartner](#)

Wachstum Mit dem abermaligen Aufflammen des Krieges in Nahost haben sich die geopolitischen Belastungsfaktoren wieder spürbar erhöht - eine baldige nachhaltige Lösung des Konfliktes scheint zumindest aus heutiger Sicht schwer möglich: Nach Attacken auf Handelsschiffe in der Straße von Hormus reagierten die USA mit Luftschlägen gegen rund 80 bis 90 Ziele im iranischen Küstengebiet – Luftabwehrsysteme, Küstenüberwachung, Raketen- und Drohnen-depots. Die Revolutionsgarden antworteten mit Vergeltungsschlägen auf US-Stützpunkte in Bahrain, Kuwait und Jordanien. Trump erklärte die Waffenruhe nach eigener Aussage für beendet, was den Charakter des Konflikts von einer verwalteten Deeskalation zurück zu offener Konfrontation verschob. Ich gehe weiterhin davon aus, dass die USA ohne den Einsatz von Bodentruppen mehr und mehr Gesichtsverlust riskieren, auch Teheran hat naturgemäß grundsätzlich ein großes Interesse an einer diplomatischen Lösung. Kurzfristig dürfte die Lage somit volatil bleiben, mittelfristig dürfte sich das auch enorme globale Interesse an einer offenen Straße von Hormus aber mehr und mehr durchsetzen können, wovon auch die sehr verhaltene Reaktion auf den Ölterminmärkten zeugt: Zumindest auf Basis der aktuellen Terminkurve ist hier klar erkennbar, dass die Märkte - ungebrochen - keine dauerhafte Sperrung der Straße von Hormus erwarten.

Derweil präsentiert sich die Weltwirtschaft zur Jahresmitte 2026 angesichts der Vielzahl geoökonomischer und geopolitischer Schocks ausgesprochen resilient: Bis zuletzt verweisen die verfügbaren Daten und Frühindikatoren insbesondere darauf, dass der Welthandel weiter ungewöhnlich robust bleibt: Zwar sind die Folgen des Nahost-Konfliktes in den global maßgeblichen Zeitreihen klar erkennbar, sie bleiben aber weit hinter den üblicherweise erwartbaren Effekten zurück. Dies ist ein wichtiger Fingerzeig für den weiteren Verlauf der globalen Konjunktur, da der internationale Handel bekanntermaßen erhebliche Vorlaufeigenschaften gegenüber der Weltwirtschaft aufweist: Somit ist unsere Generalthese aus den Weltwirtschaftsausblick 2025 und 2026 mittlerweile zur Realität geworden! Die Entwicklung weicht hier mittlerweile so signifikant von dem ab, was die Forschungsinstitute weltweit angesichts der US-Zölle projiziert hatten, dass mehr und mehr die Frage aufgeworfen wird, wie diese Abweichungen angesichts hoher Zölle und geopolitischer Schocks zu erklären sind. Hintergrund dieser Entwicklung ist aus meiner Sicht vor allem die immer intensivere globale Vernetzung, die durch die technologische Entwicklung - insbesondere bei den immateriellen Dienstleistungen via Glasfaserkabel - noch einmal potenziert wird. Der Aufstieg des Globa-

**NATIONAL-BANK**

Mehr. Wert. Erfahren.

Aktuelle Marktentwicklung		ggü. Vw.
S&P Future	7555	2,75
10Y US T-Notes	4,6	0,07
DAX Index	24973,9	-491,4
Nikkei	67744	-513
Hang Seng	24341	844
Öl (Brent-Future)	86,8	10,87
Gold-Future	4022	-94,40
EUR / USD	1,140	0,00
EUR / GBP	0,852	0,00
EUR / JPY	184,89	-0,10

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Zinssätze

	Aktuell	Okt. 26	Jan. 27	Apr. 27	Jul. 27
Fed Funds	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
3M-USD-Libor	3,89	3,89	3,53	3,28	3,28
2J Treasuries	4,28	3,99	3,93	3,73	3,54
5J Treasuries	4,38	4,18	4,08	3,88	3,69
10J Treasuries	4,62	4,53	4,38	4,19	4,00
Tendersatz	2,40	2,40	2,40	2,25	2,25
3M-Euribor	2,43	2,47	2,50	2,38	2,38
2J Bundesanleihen	2,78	2,71	2,63	2,44	2,26
5J Bundesanleihen	2,85	2,83	2,77	2,63	2,48
10J Bundesanleihen	3,13	3,12	3,05	2,97	2,89

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Prognosen: Devisenmärkte

	Aktuell	Okt. 26	Jan. 27	Apr. 27	Jul. 27
USD	1,14	1,15	1,16	1,18	1,20
CHF	0,93	0,93	0,94	0,95	0,96
GBP	0,85	0,86	0,86	0,85	0,85
NOK	11,10	10,90	10,90	10,80	10,70
SEK	11,04	10,95	10,87	10,81	10,76
AUD	1,64	1,65	1,65	1,67	1,69
NZD	1,97	1,97	1,98	2,00	2,03
CAD	1,61	1,61	1,61	1,63	1,64
JPY	185	186	187	188	190
Renminbi	7,73	7,76	7,79	7,89	7,99

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK

len Südens und die technologiegetriebene Demokratisierung der Weltwirtschaft bewirken hier in einer zunehmend multipolaren Weltordnung, dass marktgetriebene Konkurrenzprinzipien immer stärker zum Tragen kommen: Die systemischen Kräfte der Globalisierung bleiben also intakt!

Gerade der derzeitige Super-Zyklus bei den Informationstechnologien kommt für viele ohnehin bereits enorm exportstarke asiatische Länder wie gerufen: Der Boom bei den Informationstechnologien spielt vielen traditionellen IT-Exporteuren wie Südkorea oder Taiwan ganz besonders in die Hände, dabei gelingt es der Region durch eine Vielzahl multilateraler Handelsabkommen und auch ein gehöriges Maß an Handelsumlenkung, die Effekte der Zölle mehr oder minder zu kompensieren. Jenseits dessen spielt aus unserer Sicht die Digitalisierung der Wirtschaft als „Enabler“ für den Siegeszug der Dienstleistungsexporte eine ganz entscheidende Rolle für die Entwicklung der Region: Immaterielle Dienstleistungen durch das Glasfaserkabel erweisen sich nicht nur als weit weniger anfällig gegenüber klassischen Handelshemmnissen. Sie erleichtern zudem für große Teil der Bevölkerung schlagartig den Zugang zum Weltmarkt, was eine erhebliche Vertiefung der internationalen Arbeitsteilung ermöglicht.

Trotz der Belastungen durch die erratische Wirtschaftspolitik Trumps zeigte sich auch die US-Wirtschaft bis zuletzt noch robust: Auch in den USA hinterlässt der Boom um KI klare Spuren bei den Investitionen. Im Jahr 2025 entfiel ein erheblicher Teil der höheren Investitionen auf Ausrüstungsgüter der Informations- und Kommunikationstechnologie, Software sowie Forschung und Entwicklung. Gleichwohl bleibt der Generaltrend der US-Wirtschaft abwärtsgerichtet: Zentral ist, dass die Stimmung unter den US-Konsumenten immer weiter erodiert. Insofern dürfte sich der US-Konsum - als Hauptkomponente der US-Wirtschaft - zumindest weiter abschwächen. Ungebrochen deuten die leistungsfähigsten Frühindikatoren zudem auf eine anhaltende Abschwächung am US-Arbeitsmarkt. In der Summe bleiben die finanziellen Spielräume des privaten Sektors aufgrund komfortabler Vermögenspositionen zwar grundsätzlich noch erhalten, die Impulse vom privaten Konsum dürften aber mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit weiter abnehmen: Die US-Wirtschaft dürfte zumindest b.a.W. sukzessive an Fahrt verlieren.

Die Eurozone wurde vom jüngsten Energiepreisschock besonders getroffen, der eine sich eigentlich festigende Erholung jäh unterbrach. Letztere wäre längst überfällig, vor allem in Deutschland stagniert die Wirtschaft schon seit über sechs Jahren! Gegengewicht zu den mittlerweile unzähligen wirtschafts- und ord-

nungspolitischen Problemen, die durch die geopolitische Exponiertheit des alten Kontinents nochmals potenziert werden, ist derzeit lediglich die expansive Fiskalpolitik. Die massive Neuverschuldung für Verteidigung, Infrastruktur und Klimaschutz stützt insbesondere die Verteidigungsindustrie und den Tiefbau, treibt allerdings auch das Haushaltsdefizit in ungewohnte Höhen. Der ölpreisbedingte Preisschub wird die Dynamik des privaten Sektors aufgrund der realen Kaufkraftverluste weiter dämpfen, auch der Außenhandel liefert aufgrund rückläufiger Wettbewerbsfähigkeit immer weniger Impulse: Die Länder Europas wachsen 2026 trotz erheblichem Nachholbedarf einmal mehr lediglich sehr moderat und deutlich unter Potenzial, ein veritabler Aufschwung ist aufgrund der Vielzahl erheblicher struktureller Probleme somit nicht zu erwarten.

Aufgrund der oben erörterten strukturellen Stabilität der Weltwirtschaft sind die Perspektiven für das globale Wachstum vermutlich bereits jetzt klar aufwärtsgerichtet. Getragen wird der Aufschwung weltweit vor allem von der asiatisch-pazifischen Wachstumsregion: Der derzeitige Super-Zyklus bei den Informationstechnologien bleibt hier auch ein maßgeblicher Treiber des Siegeszuges Asiens. In den USA stützt die ungebrochen solide finanzielle Ausgangssituation des privaten Sektors die Konjunktur. Neben den Impulsen aus dem Technologiesektor stützt auch die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die vor allem in Europa besonders expansiv ausgerichtet ist. Wahrscheinlichkeitsgewichtet dürfte das globale Expansionstempo somit bereits ab dem Herbst 2026 schon wieder erkennbar zugenommen haben. Alles in allem gegen wir 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 internationalen Rentenmärkte haben zuletzt eine Vielzahl geoökonomischer und geopolitisch getriebener Schocks durchlaufen – dementsprechend vielschichtig sind sowohl Lage als auch Perspektiven für die globale Zinsentwicklung: Der maßgebliche post-coronäre Abwärtstrend der Renditen ging auf die Überwindung der strukturellen Verwerfungen der Corona-Pandemie zurück. Im Fahrwasser der aggressiven US-amerikanischen Wirtschaftspolitik, der erheblichen Komplexitätszunahme geopolitischer Einflussfaktoren und schließlich der Eskalation im Nahen Osten ist dieser Trend in der zeitlichen Folge durch eine Vielzahl von Störfaktoren überlagert worden. Die geoökonomischen Schocks durch die Zölle und die Energiepreise haben den globalen Disinflationstrend hier zwar überlagert, sie sind ihrer Natur nach aber temporären Charakters: Zentral ist, dass die Resilienz der Lieferketten bzw. der ungebrochen scharfe internationale Wettbewerb grundsätzlich für ein weiterhin günstiges globales preisliches Umfeld sorgt. In den Industrienationen sind die post-coronären Ungleichgewichte an den Arbeitsmärkten weitgehend überwunden, auch in Asien sind die strukturellen deflatorischen Risiken durch die geoökonomischen Schocks lediglich überlagert aber nicht außer Kraft gesetzt worden. Insgesamt deutet das gegenwärtige makroökonomische Umfeld somit perspektivisch auf eine Fortsetzung des globalen säkularen Disinflationsprozesses hin.

Grundsätzlich ist aus unserer Sicht davon auszugehen, dass die US-Administration zumindest b.a.W. kein Interesse an einem weiteren Gesichtverlust in der Region haben dürfte: Die USA sollten also grundsätzlich bemüht sein, sich - möglichst gesichtswahrend - aus dem Konflikt zurückzuziehen. Auf Basis dieses Szenarios gehe ich davon aus, dass die Grundlinien der ökonomischen Trends für die internationalen Rentenmärkte wie sie nach der Pandemie dominant waren, sukzessive wieder sichtbar werden: Ein zentraler Punkt ist naturgemäß die Entwicklung der internationalen Arbeitsmärkte. Hier stellt sich die Frage, ob vor allem in den USA der Trend zu einer Räumung des Arbeitsmarktes angesichts einer signifikant reduzierten Migration aufrechterhalten werden kann, oder ob es durch die Verringerung des Arbeitsangebotes zu einem Strukturbruch kommt. Die Datenlage verweist u.E. aber nach wie vor zumindest darauf, dass der Preisdruck vom Arbeitsmarkt weiter nachlässt. Aus unserer Sicht dürfte also der Generaltrend bei der Inflation, zumal von den zuletzt wieder erhöhten Niveaus wieder grundsätzlich auf die von den Notenbanken angestrebten Inflationsniveaus führen. Allerdings ist im Rahmen der Vielzahl der geoökonomischen Schocks natürlich die Unsicherheit enorm gestiegen, wie lange und welcher Natur dieser Prozess exakt sein wird.

Die globalen demografischen und produktivitätsbezogenen Wachstumstrends, die die geldpolitischen Zielgrößen in den letzten Jahrzehnten systematisch verringert hatten, haben grundsätzlich weiter Bestand: Vor allem die US-Notenbank dürfte hier grundsätzlich noch zinssenkungsbedarf haben. Die führenden Notenbanken werden allerdings zunächst weiter abwarten wollen, wie sich der geopolitische Kontext für

die Geldpolitik weiterentwickelt. Auch mit Blick auf den Wechsel an der Spitze wird die Fed ihren Zinsenkurs erst zum Jahreswechsel fortsetzen, sollte die EZB aufgrund der Reeskalation in Nahost zwischenzeitlich die Zinsen erhöhen, dürfte sie diese Maßnahme im weiteren Verlauf dann höchstwahrscheinlich wieder zurücknehmen müssen. Ich gehe zudem grundsätzlich davon aus, dass der langjährige Abwärtstrend der Risikoprämien letztlich Bestand haben wird, da hier sinkende Inflationsraten andere Faktoren überkompensieren dürften. Zumindest dürften die Laufzeitprämien seitwärts tendieren, so dass die perspektivisch niedrigeren Zinsvorgaben der US-Notenbank auf das globale Niveau der Kapitalmarktzinsen durchschlagen werden. Insofern ist nicht mit einer signifikanten Versteilerung der Zinsstrukturkurven weltweit zu rechnen. 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 4,0 % liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls szenariobasiert - auf Jahressicht bei Werten um 2,9 % liegen.

Credit Spreads

Die gesamteuropäischen Risikoprämien sind mit aktuellen Werten um 52 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 62 Basispunkten.

Devisenmärkte

Der US-Dollar blieb bis zuletzt ungewöhnlich fest: Die erneute Eskalation seit dem 7. Juli hat klassische Fluchtgeld-Flüsse in den Dollar ausgelöst, verstärkt durch die Rolle der USA als Netto-Ölexporteur, der von steigenden Ölpreisen tendenziell profitiert, statt darunter zu leiden. Dieser Effekt ist aber typischerweise sehr volatil und reversibel – er verpufft tendenziell wieder, sobald sich die geopolitische Lage beruhigt, wie es bereits im Mai/Juni zu beobachten war, als nachlassende Kriegsangst den Dollar zeitweise wieder schwächte. Wir gehen in der Summe somit weiterhin grundsätzlich davon aus, dass sich der längerfristige Trend zur Abwertung des US-Dollars weiter fortsetzt: Das Abwärtspotenzial für das US-Zinsgefüge ist ungebrochen größer, die Abschwächung am US-Arbeitsmarkt ist wesentlich weiter gediehen als am zudem deutlich stärker regulierten europäischen Arbeitsmarkt. Zudem verdichten sich die Anzeichen, dass die US-Wirtschaft mehr und mehr nur noch vom KI-Boom getragen wird, der unterliegende konjunkturelle Generaltrend ist derweil abwärts gerichtet - wie lange der IT-Boom anhält ist allerdings derzeit freilich schwer zu ermessen. 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.