



Makro Research

Neubewertung der USA



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

In den USA kann schon die 100-Tage-Bilanz der Trump-Regierung gezogen werden, während Deutschland noch am Beginn einer neuen Regierungsperiode steht. Offenkundig spielen überall geopolitische Themen eine große Rolle. Die USA wenden sich von der Idee des globalen Freihandels ab und agieren konfrontativ, vor allem über ihre Zollpolitik. Dabei sorgen die Androhungen, Einführungen und Aussetzungen von Zöllen ebenso wie die Verhandlungen bezüglich der Handelspolitik der USA mit dem Rest der Welt für allerhand Unwägbarkeiten. Unabhängig davon, wie es mit den prohibitiv hohen US-Zöllen gegenüber China oder den für 90 Tage ausgesetzten reziproken Zöllen gegenüber vielen Handelspartnern weitergeht, bedeutet die neue Realität deutlich höhere Handelsbeschränkungen im Vergleich zu den letzten Jahren. Dies hat eine gebremste konjunkturelle Dynamik zur Folge. Die Weltwirtschaft wird in diesem Jahr wohl nur noch im Bereich von 2,5% wachsen.

Selbstverständlich findet in dem Zuge auch an den Finanzmärkten eine Neubewertung der USA statt. Die Fokussierung auf das eigene Land und die avisierte Reindustrialisierung sind in der US-Politik offenbar mit den Wünschen nach niedrigeren Leitzinsen und nach einem schwächeren US-Dollar verbunden. Die US-Notenbank Fed wartet beharrlich ab, ob die Inflationsraten zollbedingt sehr deutlich ansteigen oder ob die konjunkturdämpfenden Effekte die Inflation bremsen werden. Bei US-Staatsanleihen sorgen die isolationistischen Tendenzen der US-Regierung für erste Risikoprämien in den Renditen. Der US-Dollar hat gegenüber dem Euro abgewertet und dürfte sich weiter moderat abschwächen. Und wegen all der Sorgen und Unwägbarkeiten bezüglich der US-Politik legt der Goldpreis weiter zu.

So ist das Aufgabenheft für die neue deutsche Regierung sowohl geopolitisch also auch binnenwirtschaftlich gut gefüllt. Europa insgesamt muss seine neue Rolle im globalen Kontext finden und die eigenen Potenziale ausschöpfen. Dies wird nicht leicht. An den Kapitalmärkten wird diese Neubewertung der geopolitischen Rahmenbedingungen in den kommenden Monaten vermutlich mal etwas optimistischer und mal etwas pessimistischer betrachtet werden, was in absehbarer Zeit für anhaltende Kursschwankungen an den Finanzmärkten spricht.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt nahm im ersten Quartal 2025 um 0,2 % im Vorquartalsvergleich zu und stieg damit für hiesige Verhältnisse erfreulich stark. Hilfreich dürften vorgezogene US-Importe wegen der Zollerhöhungen gewesen sein. Dennoch haben wir unsere Prognose spürbar nach unten revidiert. Das liegt an der massiven Erhöhung der US-Zölle, wobei wir die über die Basiszollanhebung von 10 Prozentpunkten hinausgehenden, aufgeschobenen reziproken Zölle noch nicht berücksichtigt haben. Die Belastungen kommen von der Verunsicherung, von der Dämpfung der US-Konjunktur und von den direkten Zollfolgen.

Prognoserevision: Abwärtsrevisionen des Bruttoinlandsprodukts und der Inflationsrate.

Euroland

Die europäische Wirtschaft hat im ersten Quartal 2025 an Schwung gewonnen. Laut Veröffentlichung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Euroland nach einem Anstieg im vierten Quartal 2024 um 0,2 % nun im ersten Quartal 2025 um 0,4 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq) gewachsen. Die konjunkturelle Entwicklung war unter den vier großen EWU-Ländern im ersten Quartal 2025 von erkennbaren Unterschieden geprägt. Spitzenreiter war erneut Spanien mit einer spürbaren Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität von 0,6 % qoq. Mit etwas Abstand folgte Italien (0,3 % qoq). Dahinter lagen Deutschland mit einem Plus von 0,2 % qoq und Frankreich mit einer nur leichten Erhöhung der Wirtschaftsleistung von 0,1 % qoq.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP-Prognose und der Inflationsprognose.

USA

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im ersten Quartal leicht gegenüber dem Vorquartal geschrumpft. Zwar sorgten die Zolldrohungen für Vorzieheffekte. Diese wirkten sich aber sowohl auf die inländische Nachfrage als auch auf die Importe aus. Da letztere mit negativem Vorzeichen in die BIP-Berechnung eingehen, wird hierüber die inländische Nachfrage und die wirtschaftliche Entwicklung bereinigt. Aber auch ohne Zolldrohungen wäre die wirtschaftliche Aktivität schwach gewesen. Bislang überträgt sich diese Schwäche nicht auf den Arbeitsmarkt. Allerdings werden die nun verhängten Zölle zu einem Kaufkraftverlust der privaten Haushalte beitragen und hierdurch die wirtschaftliche Dynamik auch im zweiten Quartal ausbremsen. Eine weitere Folge der Zollanhebungen sind negative Verunsicherungseffekte sowohl bei den Unternehmen als auch bei den privaten Haushalten.

Prognoserevision: Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts 2025 und 2026, Aufwärtsrevision der Inflationsprognose 2025 und 2026.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

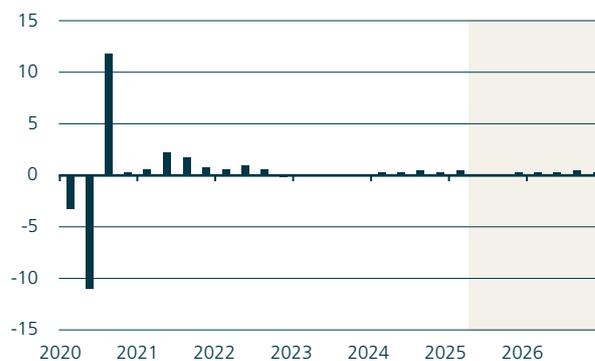
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

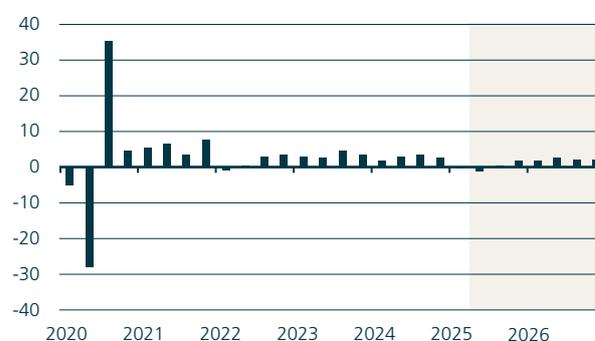
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Die wichtigste Botschaft der EZB-Ratssitzung am 17. April bestand unseres Erachtens darin, dass aufgrund der großen Unsicherheit und gravierender makroökonomischer Schocks das neutrale Leitzinsniveau derzeit keine zuverlässige Orientierung für die Geldpolitik darstellt. Die EZB deutete damit mehr Spielraum für potenzielle Leitzinssenkungen an. Inwieweit sie diesen tatsächlich nutzt, hängt jedoch davon ab, wie sich die US-Handelspolitik auf die Inflation im Euroraum auswirken wird. Die Ratsmitglieder scheinen weitgehend einig, dass zumindest kurzfristig die inflationsdämpfenden Effekte überwiegen. Einige warnen jedoch auch, dass die Deglobalisierung auf längere Sicht zu höherer Inflation führen könnte. Wir rechnen deshalb mit einem Kompromiss, die Geldpolitik nur leicht in den expansiven Bereich zu lockern. Die EZB dürfte den Einlagensatz bis zum Jahresende auf 1,50 % senken und danach auf absehbare Zeit auf diesem Niveau belassen. Eine stärkere Reaktion erwarten wir nur für den Fall, dass sich ein nachhaltiges Unterschreiten des Inflationsziels abzeichnet.

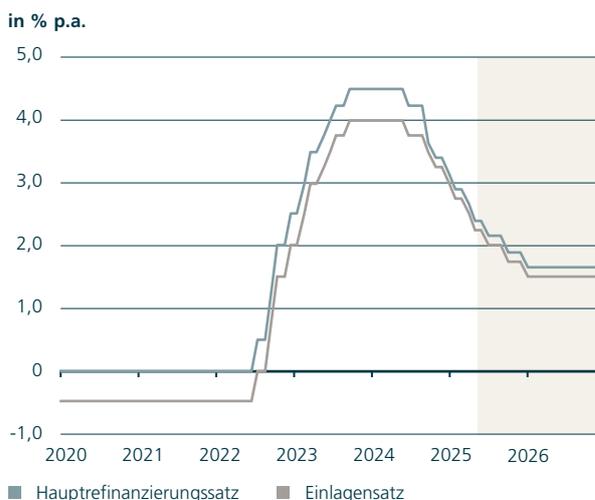
Prognoserevision: Senkung des Einlagensatzes bis auf 1,50 %.

Rentenmarkt Euroland

Die rückläufige Inflation und Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum dürften die EZB veranlassen, den Einlagensatz bis zum Jahresende auf 1,50 % zu senken. Dies sollte sich in vorübergehend noch etwas niedrigeren Renditen kurzlaufender Bundesanleihen widerspiegeln. In den längeren Laufzeitbereichen gehen wir davon aus, dass sich der von den Ausgabenplänen für Verteidigung und Infrastruktur hervorgerufene Anstieg der Inflationserwartungen und der realen Renditen noch etwas weiter zurückbilden wird. Die stimulierenden Wirkungen auf Wirtschaftswachstum und Inflation werden vorerst von den globalen Handelskonflikten überlagert. Die steigenden Neuemissionen von Bundesanleihen sollten in einem schwachen konjunkturellen Umfeld und bei einem beschädigten Vertrauen in US-Treasuries relativ gut aufgenommen werden.

Prognoserevision: Etwas niedrigere Renditeniveaus.

EZB: Leitzinsen



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Devisenmarkt: EUR–USD

Nach der Zölle-Ankündigung durch Trump am 2. April hat der EUR-USD-Wechselkurs erneut einen großen Sprung nach oben gemacht. Der Euro hat von 1,08 bis auf 1,15 USD aufgewertet, gab aber nach diesem „Überschießen“ bis Anfang Mai auf 1,13 USD etwas nach. So hoch notierte der Wechselkurs zuletzt Anfang 2022. Trumps Zollpolitik schadet vor allem der US-Wirtschaft. Verunsicherung und ein Wiederanstieg der Inflation haben die Wachstumsperspektiven der USA stark eingetrübt. Dies sowie die Vertrauenseinbußen in die US-Politik bekommt der US-Dollar nun deutlich zu spüren. Die Abwertung des US-Dollar dürfte sich mit diesen Argumenten fortsetzen. In Euroland ist wegen der US-Zölle eher ein disinflationäres Umfeld zu erwarten. So wird die EZB (im Gegensatz zur Fed) die erwartete Wachstumsschwäche mit expansiven Leitzinsen begleiten können.

Aktienmarkt Deutschland

Die Anleger durchlebten zuletzt ein Wechselbad der Gefühle. Globale Kursgewinne wurden verstärkt durch die Hoffnung auf einen Waffenstillstand in der Ukraine und durch die Ankündigung der fiskalpolitischen Zeitenwende. Doch Anfang April eskalierte US-Präsident Trump die Situation mit Importzöllen und sorgte für globale Konjunktursorgen und kräftige Kursverluste bei Aktien. Unter dem Druck der Aktien- und Rentenmärkte knickte Trump ein, und deutsche Aktien erholten sich schnell. Dabei half auch eine bisher überwiegend gute Berichtssaison für das erste Quartal. Nun sind neue Rekordhochs einerseits nicht mehr weit. Andererseits scheinen Anleger kurzfristig etwas zu optimistisch zu sein, denn die bereits umgesetzten US-Importzölle, der US-Handelskrieg mit China sowie die Unsicherheit sollten auf der Wirtschaft und somit auf den Unternehmensgewinnen lasten. Zusammen mit der schwierigen Saisonalität spricht vieles für einen schwankungsreichen Seitwärtstrend. Entsprechend sollten Anleger bevorzugt in Schwächephase kaufen.

Prognoserevision: Senkung der Kursziele.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die heftige Eskalation im Zollstreit Anfang April hat auch Unternehmensanleihen unter spürbaren Abwärtsdruck gebracht, sodass die Spreads von Kreditindizes aus ihren Seitwärtstrends nach oben ausgebrochen sind. Nach mehrfachen Kurskorrekturen des US-Präsidenten sind die seitdem deutlich erhöhten Risikoprämien aber wieder etwas reduziert worden. Dennoch handeln Kreditindizes oberhalb der Werte zu Jahresbeginn, denn schon jetzt hat der Zollstreit reichlich Konjunkturschaden angerichtet. Weitere Zollerhöhungen stehen drohend im Raum. In den Unternehmensberichten zum ersten Quartal hat sich die Stimmungskühlung bisher kaum bemerkbar gemacht. Die zuvor reduzierten Erwartungen konnten teils deutlich übertroffen werden, die Ausblicke für den weiteren Jahresverlauf mussten jedoch spürbar gesenkt werden.

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

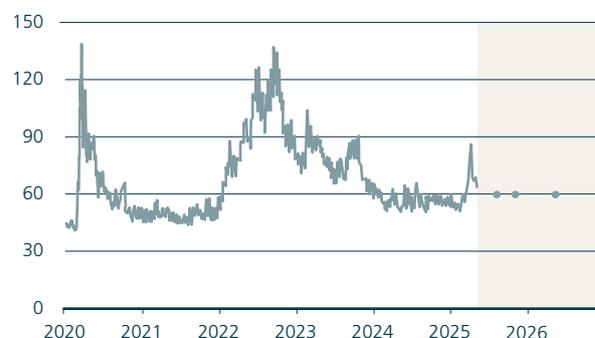
Aktienmarktprognose

	12.05.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	23.115,96	21.000	22.000	23.000
EURO STOXX 50	5.230,19	4.800	5.000	5.200
S&P 500	5.631,28	5.200	5.300	5.600
Topix	2.696,16	2.500	2.700	2.850

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

Emerging Markets

Märkte

Die schnelle Rücknahme vieler US-Zölle, die erst am 2. April verkündet worden waren, hat an den Kapitalmärkten Erwartungen geschürt, Trump werde bei der Zollpolitik vor neuen radikalen Schritten zurückschrecken. In der Folge konnten sich Schwellenländeranlagen wieder erholen, nachdem es unmittelbar nach den Ankündigungen vom 2. April zu starken Kursverlusten gekommen war. Es bleibt allerdings festzuhalten, dass sich der Ausblick für die Weltkonjunktur wegen der bislang eingeführten Zölle verschlechtert hat. China ist von den US-Zöllen deutlich stärker getroffen als alle anderen Länder, was auf dem Gewinnausblick chinesischer Unternehmen lastet. Vor dem Hintergrund des hohen Marktgewichts Chinas erscheinen Schwellenländeraktien weiterhin anfällig für Rückschläge. Schwellenländeranleihen profitieren davon, dass sich mit der Eintrübung des globalen Konjunkturausblicks und der (mit Ausnahme der USA) nach unten gerichteten Inflationsrisiken der Spielraum für Leitzinssenkungen vergrößert hat. Die Zollunsicherheit spricht für eine anhaltend hohe Wechselkursvolatilität.

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



Quelle: J.P. Morgan, Bloomberg, Prognose DekaBank

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien leicht angepasst, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Weltwirtschaft wächst moderat mit durchschnittlich knapp 3 % pro Jahr.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung erhöhen perspektivisch den Inflationsdruck und dämpfen das globale Wachstum.
- Erratische Politik der US-Regierung mit Zollerhöhungen und Begrenzung der Migration bremst US-Konjunktur.
- Geplante umfangreiche Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur stärken in Deutschland den konjunkturellen Aufschwung. Euroland-Konjunktur profitiert ebenfalls von höheren Ausgaben für Verteidigung.
- Notenbanken senken Leitzinsen in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung und sind dabei wachsam, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben.
- Lockerung der Geldpolitik stützt Konjunktur und Kapitalmärkte. Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- In China begrenzen der Zollstreit mit den USA, die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Große handelspolitische Unsicherheit kann jederzeit für erhöhte Schwankungen an den Märkten sorgen.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit sowie von höheren Rüstungsausgaben.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Einführung massiver Handelsbeschränkungen durch die USA und entsprechende Gegenreaktionen führen zu einem Handelskrieg u.a. mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- Stark steigende Staatsverschuldung löst eine europäische Schuldenkrise aus und birgt das Risiko einer Finanzkrise bzw. eines erneuten Infragestellens der europäischen Währungsunion.
- Deutlich höhere Inflationsraten aufgrund von umfassenden protektionistischen Maßnahmen oder von spürbar steigenden Staatsschulden lösen Lohn-Preis-Spirale aus. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer nochmaligen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die zu einer massiven Rezession führt.
- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Deutlich verschärfte Konfrontation zwischen zwei Blöcken mit den USA und China als Leitmächten bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regimes verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.

Positivszenarien (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Einfrieren der geo- und handelspolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Eine beherzte Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sowie durchgreifende Strukturreformen stärken das globale Wachstum.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen lassen Aktienkurse deutlich steigen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

Disclaimer

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und/oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.



Deka Investment GmbH

Lyoner Straße 13,
60528 Frankfurt

Postanschrift:
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43
E-Mail: service@deka.de
www.deka-etf.de