



Makro Research

Unwägbarkeiten trotzen



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

An den Kapitalmärkten macht sich derzeit etwas Entspannung breit. Aktienindizes, Anleiherenditen und Wechselkurse haben sich zuletzt auf ihren Niveaus gut eingerichtet. Natürlich kann daraus nicht abgeleitet werden, dass die schwankungsreichen Zeiten der Vergangenheit angehören. Es ist vielmehr ein wachsaues Abwarten: Wie laufen die Verhandlungen während der ausgesetzten US-Zollerhöhungen, und wie können geopolitische Risiken eingefangen werden? Es gibt weiterhin viele Unwägbarkeiten in Verbindung mit der US-Regierung. Nach dem Umbau der globalen Handels-Architektur dürfte die Weltwirtschaft nicht mehr so regelbasiert und arbeitsteilig funktionieren wie zuvor, aber sie wird dennoch wachsen. Die höheren Zölle und die vermehrten Handelshemmnisse streuen also lediglich Sand ins Getriebe der Weltwirtschaft.

Im Vergleich zum Vormonat haben wir in unseren aktuellen Prognosen sogar einen Teil der erwarteten geopolitische Belastungen herausgenommen. Die Aussetzung der extrem hohen Zölle zwischen den USA und China hat dazu geführt, dass wir die Zuwachsrate des globalen Bruttoinlandsprodukts wieder etwas nach oben genommen haben. Die globale Wirtschaftsleistung ist in den vergangenen Jahren real um rund 3 % gewachsen. Dieses und nächstes Jahr wird das Wachstum nur geringfügig schwächer ausfallen. Dies passt auch zu den Inflationsraten, die weitgehend wieder auf die Werte der Notenbankziele gefallen sind. Die Europäische Zentralbank hat im Juni den Einlagensatz auf das neutrale Niveau von 2,0 % gesenkt. Viele Konjunkturindikatoren schwanken derzeit aus mehreren Gründen ungewöhnlich stark, beispielsweise wegen der zollbedingten Vorzieheffekte. Dies erschwert auch die Entscheidungen der Zentralbanken. Speziell die US-Notenbank Fed ist weiter in einer abwartenden Haltung. Da es die vorherrschende Meinung ist, dass die geldpolitische Lockerung überall bei mittelfristig zielkonformer Inflationsentwicklung stattfindet, gibt es entsprechend konstruktive Aussichten für Wertpapieranlagen. Denn Unternehmen und Volkswirtschaften können den Unwägbarkeiten trotzen.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Das Wachstum des deutschen Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal 2025 wurde spürbar auf 0,4 % im Vorquartalsvergleich aufwärtsrevidiert. In der vorläufigen Schnell-schätzung hatte das Statistische Bundesamt die Vorzieheffekte im Zusammenhang mit den US-Zollerhöhungen unterschätzt. US-Importeure hatten vor der Zollerhöhung im April noch kräftig eingekauft. Nun stellt sich die Frage, wann die vorgezogenen Käufe fehlen werden. Noch immer drohen die reziproken Zölle von 20 % ab dem 9. Juli. Insgesamt deuten die Konjunkturindikatoren eine erste zaghafte Belebung der Konjunktur an. Diese ist aber unverändert mit hohen Risiken verbunden.

Prognoserevision: Aufwärtsrevisionen des Bruttoinlandsprodukts.

Euroland

Die europäischen Frühindikatoren deuten eine leichte Abschwächung der Konjunkturdynamik im zweiten Quartal an. Sie zeigen auch, dass die Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung zwischen den vier großen EWU-Ländern geringer werden. Das Wachstum der europäischen Wirtschaft stützt die Beschäftigungsentwicklung. Am Arbeitsmarkt gibt es weiterhin keine Anzeichen für eine Abkühlung. Vielmehr herrscht Vollbeschäftigung. Die Arbeitslosenquote lag im April auf dem Allzeittief von 6,2 %. Dabei führt Deutschland mit einer Arbeitslosenquote von 3,6 % den Vergleich unter den vier EWU-Schwergewichten an. Die rote Laterne trägt Spanien mit 10,9 %. Italien (5,9 %) und Frankreich (7,1 %) reihen sich dazwischen ein.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der Inflationsprognose.

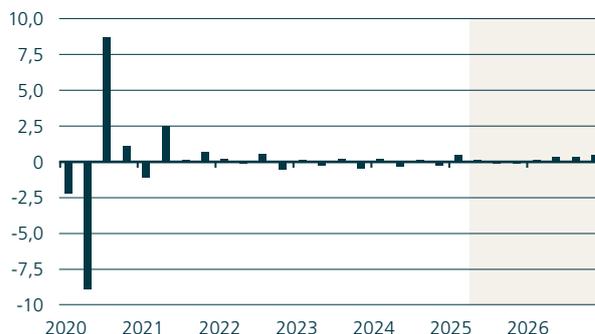
USA

Am 12. Mai einigten sich die USA mit China über einen geringeren Zollsatz. Statt einer Anhebung seit Jahresbeginn um 145 Prozentpunkte beträgt die Zollerhöhung für aus China importierte Waren nur noch 30 Prozentpunkte. Für unseren Prognoseausblick bedeutet dies einen niedrigeren Inflationsverlauf, weniger Kaufkraftverlust für die privaten Haushalte und über eine dynamischere Konsumaktivität ein stärkeres Wirtschaftswachstum. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit einer zeitnahen Rezession gesunken, wenngleich diese weiterhin erhöht ist. Denn nach wie vor belastet die Zollpolitik der US-Regierung die Wirtschaft. Unklar ist weiterhin, wann sich die generelle Zollanhebung in Höhe von 10 Prozentpunkten von Anfang April in den Preisdaten widerspiegeln wird.

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

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

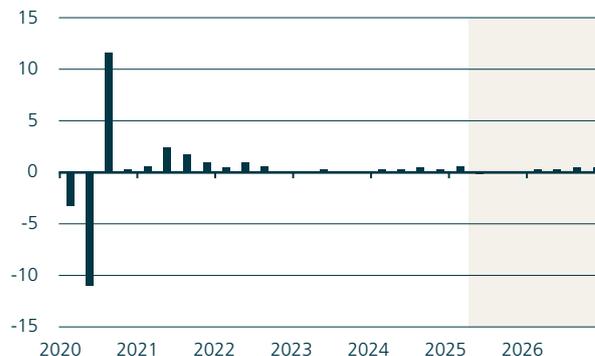
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

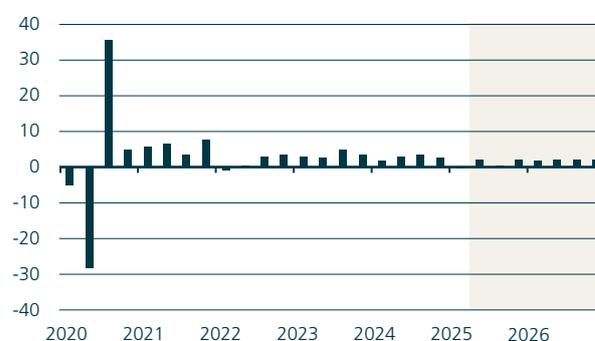
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

In ihren neuen makroökonomischen Projektionen geht die EZB davon aus, dass die globalen Handelskonflikte nur überschaubare Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum im Euroraum haben werden und die Inflation nur vorübergehend unter die Zielmarke von 2 % fallen wird. Darauf aufbauend bezeichnete Präsidentin Lagarde das jetzt erreichte Leitzinsniveau als eine gute Ausgangsposition, um auf unvorhergesehene Entwicklungen reagieren zu können. Sofern der Zollstreit mit den USA über die Sommermonate nicht beigelegt wird, rechnen wir mit noch einer weiteren Senkung des Einlagensatzes auf 1,75 % im September. Danach dürfte sich ein Kompromiss im EZB-Rat herausbilden, die Geldpolitik bis auf Weiteres am unteren Rand des neutralen Bereichs zu belassen. Eine darüber hinausgehende Lockerung würde unseres Erachtens voraussetzen, dass nicht nur sinkende Energiekosten und ein starker Euro zum Rückgang der Inflation beitragen. Vielmehr müsste auch der inländische Preisauftrieb nachlassen, zum Beispiel infolge eines schwächeren Arbeitsmarkts.

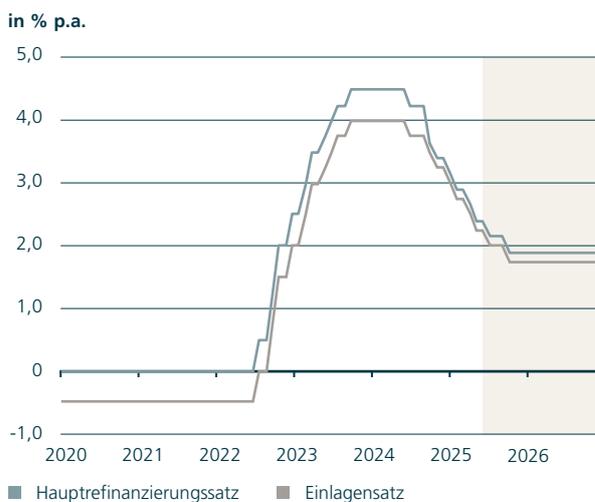
Prognoserevision: Senkung des Einlagensatzes nur bis auf 1,75 %.

Rentenmarkt Euroland

Nach den jüngsten Kommentaren der EZB rechnen wir nur noch mit einer Senkung des Einlagensatzes auf 1,75 %, sodass wir bei den Renditen kurzlaufender Bundesanleihen kaum noch Spielraum nach unten sehen. In den längeren Laufzeitbereichen besitzen die Ausgabenpläne für Verteidigung und Infrastruktur einen stärkeren Einfluss. Die Erwartung höherer Neuemissionen spiegelt sich bereits in gestiegenen Laufzeitprämien wider. Als wichtiger erachten wir jedoch die Auswirkungen auf Inflation und Wirtschaftswachstum. Zum einen gehen wir weiterhin nicht von einem signifikanten Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen aus. Zum anderen sollten die realen Renditen nicht wesentlich abnehmen, solange die konjunkturellen Abwärtsrisiken begrenzt bleiben. Wir erwarten daher eine Seitwärtsbewegung am langen Ende der Bundkurve.

Prognoserevision: Etwas höhere Renditeniveaus.

EZB: Leitzinsen



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Devisenmarkt: EUR–USD

im Mai haben die Handelsverträge der USA mit dem Vereinigten Königreich sowie mit China dem US-Dollar zunächst etwas Unterstützung geboten. Insbesondere hat die Rücknahme des Zollaufschlags gegenüber China auf 30 Prozentpunkte die zuvor gestiegene Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA wieder reduziert. So ist der EUR-USD-Wechselkurs bis auf 1,11 USD je EUR gesunken. Danach allerdings, vor dem Hintergrund der noch ausstehenden Einigung mit der EU sowie der Erhöhung der US-Zölle für Stahl und Aluminium auf 50 % Anfang Juni, hat der US-Dollar bis auf 1,14 nachgegeben. In diesem Muster des Auf- und Abs dürfte der Wechselkurs verharren, solange die Zoll-Verhandlungen andauern. Mittelfristig stehen die Zeichen auf eine anhaltende, aber (angesichts der Robustheit der US-Wirtschaft) verhaltene Abwertung des US-Dollar.

Aktienmarkt Deutschland

Deutsche Aktien setzten im Mai ihre Erholung fort und erreichten teilweise neue Rekordstände. Die Zugeständnisse der USA bei den Handelskonflikten mit China und anderen Staaten waren der wichtigste Faktor. Erfreulich war die mit Ausnahme des Automobilsektors starke Unternehmensberichtssaison. Hilfreich bleiben zudem die fiskalpolitische Zeitenwende in Kombination mit Hoffnungen auf etwas Deregulierung, tiefere Leitzinsen sowie Zuflüsse in europäische Aktien, weil die Attraktivität von US-Anlagen aufgrund der erratischen Politik der US-Regierung nachgelassen hat. Kurzfristig könnten neue Spannungen zwischen den USA und China oder der EU Aktien jederzeit korrigieren lassen, und auch die Saisonalität spricht kurzfristig für eine verhaltene Entwicklung. Mittel- und längerfristig sind die Aussichten für deutsche Aktien positiv, sodass Anleger in Schwächephasen konsequent zukaufen sollten.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der Kursziele.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die deutliche Entschärfung der Zollandrohungen von Präsident Trump hat die Kreditmärkte wieder in etwa auf das Niveau vom Jahresanfang zurückgeführt. Zwar ist der Zollstreit noch lange nicht entschieden, und die Verhandlungen werden immer wieder nervöse Marktausschläge verursachen, doch ist die Sorge um eine massive Wirtschaftsbeeinträchtigung der Hoffnung auf für alle Seiten erträgliche Verhandlungsergebnisse gewichen. Dementsprechend sind die Erwartungen an die Konjunkturentwicklung wieder angehoben worden und ebenso die Hoffnungen auf gute Geschäftsergebnisse der großen Unternehmen. Die Neuemissionspipeline sprudelt seither sehr kräftig, doch treffen die neuen Bonds wegen immer noch attraktiver laufender Erträge trotz vergleichsweise niedriger Spreads auf eine große Nachfrage internationaler Investoren.

Emerging Markets

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

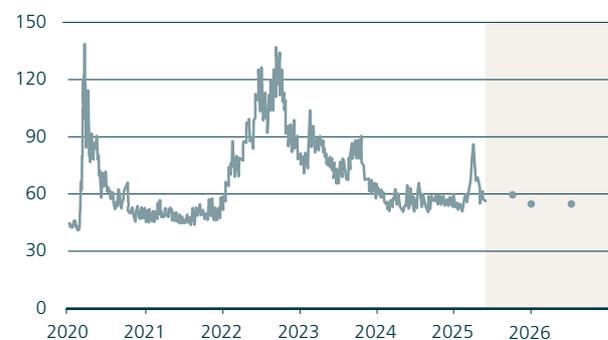
Aktienmarktprognose

	13.06.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	24.174,32	22.500	24.000	26.000
EURO STOXX 50	5.421,52	5.100	5.400	5.500
S&P 500	6.005,88	5.600	5.800	6.100
Topix	2.785,41	2.600	2.800	3.000

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

Basispunkte



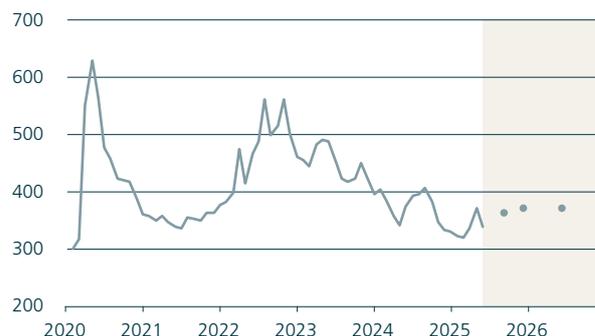
Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

Märkte

Die Einigung zwischen den USA und China auf eine Senkung der bilateralen Strafzölle hat zu einer Stimmungsaufhellung an den internationalen Kapitalmärkten geführt. Bei Schwellenländeranlagen konnten sowohl Aktien als auch Renten zulegen. Der globale Zinssenkungstrend ist intakt, wobei die Zentralbanken behutsam vorgehen. Die Rentenmärkte dürften von dieser Entwicklung gestützt bleiben. Der Euro hat seit Jahresbeginn gegenüber fast allen Schwellenländerwährungen zum Teil deutlich zugelegt, was die Performance von Fremdwährungsanlagen ohne Wechselkursversicherung deutlich belastet hat. Zwar gibt es weiterhin Hinweise auf verstärktes Interesse internationaler Investoren an Euro-Anlagen, doch erwarten wir nicht, dass sich die Aufwertung im Tempo der vergangenen Monate fortsetzt. Auch Schwellenländeranlagen dürften zudem davon profitieren, dass Investoren ihre Anlagen regional stärker diversifizieren wollen. Chinesische Aktien profitiert von den Hoffnungen um „DeepSeek“ bzw. generell von der Euphorie um KI und humanoide Roboter. In Südkorea hat der Ausgang der Präsidentschaftswahl dem Aktienmarkt Auftrieb gegeben.

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten 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