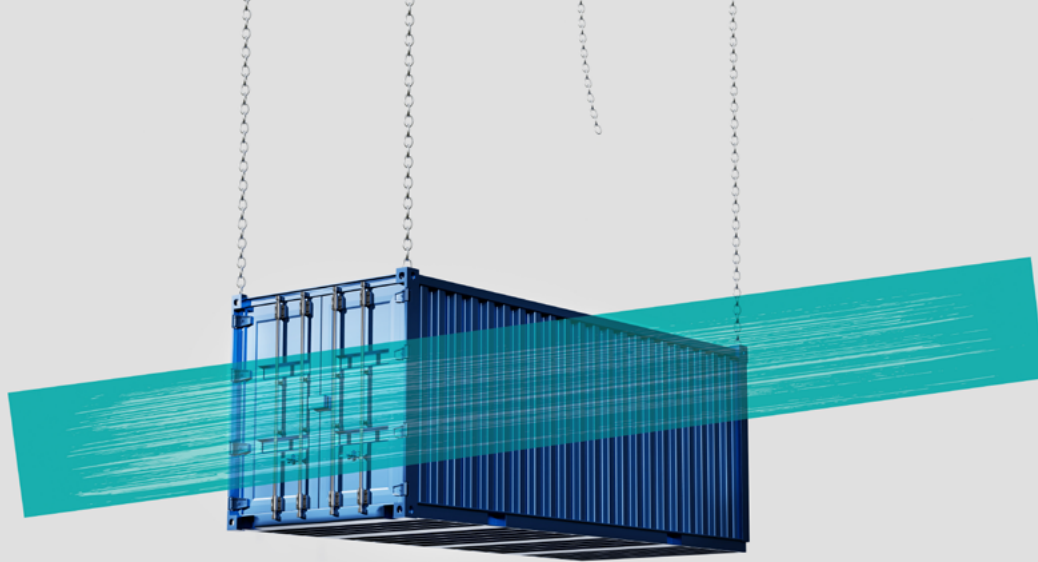




Makro Research

Konjunkturelle Schleifspuren der Zölle



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Bis zuletzt zeigten sich die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte weiter widerstandsfähig. Sie trotzten den Unwägbarkeiten, die seit der Amtseinführung von US-Präsident Trump quasi täglich nicht nur von Zolldrohungen ausgingen. So wurde die Erwartung eines zollbedingten Anstiegs der Inflationsraten und der Eintrittung der Konjunktur in die zweite Jahreshälfte verschoben. Für das zweite Quartal überraschte zunächst die Wachstumsdynamik überwiegend positiv. Für die Welt insgesamt hat sich dadurch in unserer Prognose die Zunahme der globalen Wirtschaftsleistung im Jahr 2025 wieder auf 3,0 % erhöht.

Auch die Notenbanken agierten zuletzt abwartend und datenabhängig. Anfang August kamen dann ernüchternde Nachrichten: Mehrere US-Indikatoren wurden enttäuschend schwach veröffentlicht, allen

voran der US-Arbeitsmarktbericht. Ein ohnehin nur moderater Beschäftigungsaufbau für Juli wurde verdunkelt durch eine spürbare Abwärtsrevision der beiden Vormonatswerte, die deren Jobzuwächse praktisch ausradiierte. US-Präsident Trump entließ daraufhin umgehend die Chefin des zuständigen Statistikamtes. Überdies trat die Fed-Gouverneurin Kugler von ihrem Amt in der Notenbank zurück. Das Tor für politische Neubesetzungen im Entscheidungsgremium der US-Notenbank ist somit aufgestoßen worden. Dies und die Sorge um ein Abgleiten der US-Konjunktur beschäftigen nun die Finanzmarktteilnehmer.

Alles in allem hätten die vielen Zollvereinbarungen zwar schlimmer ausfallen können. Sie bedeuten aber verglichen mit dem Jahresanfang eine deutliche Handelser-schwernis, für Europa und vor allem auch für China. Die konjunkturellen Schleifspuren werden sich in den kommenden Monaten weltweit zeigen. Mit der Abkehr von einer regelgebundenen Geo- und Handelspolitik wird sich die Unsicherheit verstärkt in den Investitionsplänen von Unternehmen und in den Kaufentscheidungen der privaten Haushalte widerspiegeln. Dies dürfte die Aktienmärkte im Herbst belasten. Unbeschadet dessen bleiben aber dank der unterstützenden Geld- und Finanzpolitik die Perspektiven für Wertpapieranlagen auf Sicht von sechs und zwölf Monaten konstruktiv.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt ist im zweiten Quartal um 0,1 % im Vorquartalsvergleich geschrumpft. Dabei spielten neben schwachen Investitionen aufgrund der Zollunsicherheit auch die fehlende Exportnachfrage nach den ins erste Quartal vorgezogenen Käufen der US-Kunden eine wichtige Rolle. Nachdem sich die Stimmungsindikatoren zuletzt verbessert hatten, ging der erste Indikator seit der EU-USA-Zollvereinbarung von Ende Juli wieder in die Knie. Für das zweite Halbjahr muss aufgrund der Zollbelastungen mit einer Stagnation gerechnet werden. Danach sollten die fiskalischen Impulse die Oberhand gewinnen und die Konjunktur beleben.

Euroland

Die europäische Wirtschaft hat im zweiten Quartal 2025 an Schwung verloren. Laut Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Euroland nach einem Anstieg im ersten Quartal 2025 um 0,6 % nun im zweiten Quartal um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal (qq) gewachsen. Die konjunkturelle Entwicklung in Euroland war unter den vier großen EWU-Ländern von erkennbaren Unterschieden geprägt. Spitzenreiter war erneut Spanien mit einer deutlichen Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität von 0,7 % qq. Mit etwas Abstand folgte Frankreich (+0,3 % qq). Dahinter lagen Deutschland und Italien mit einem leichten Rückgang der Wirtschaftsleistung um jeweils 0,1 % qq. Der europäische Arbeitsmarkt entwickelt sich weiterhin überraschend gut. Die Arbeitslosenquote im Euroraum lag im Juni auf dem Allzeittief bei 6,2 %.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der BIP-Prognose.

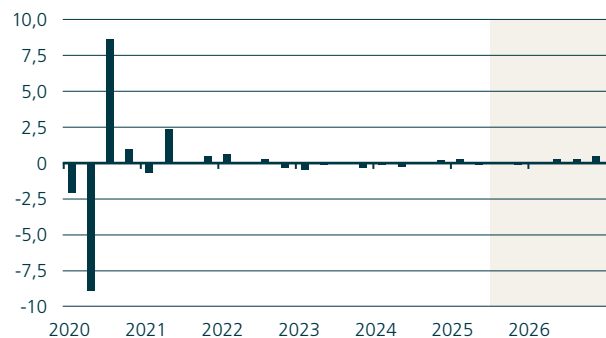
USA

Die wirtschaftliche Aktivität bricht nicht ab, doch zeigen sich nun erste Schleifspuren in der Konjunktur, die aber aufgrund der zollbedingten Verunsicherungen erwartbar waren. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) hat im zweiten Quartal 2025 zwar stärker als erwartet zugelegt (annualisiert um 3,0 % gegenüber dem Vorquartal). Zur Einwertung ist es jedoch sinnvoll, den Mittelwert der ersten beiden Quartale heranzuziehen. In dieser Betrachtung hat die US-Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte im Vergleich zum Vorjahr an Dynamik verloren. Auch am Arbeitsmarkt sieht es nun trüber aus. Zwar ist die Anzahl der Beschäftigten im Juli um 73 Tsd. Personen gestiegen. Allerdings wurden die Beschäftigungszuwächse der beiden Vormonate fast vollständig wegrevidiert. Im zweiten Halbjahr gehen wir von einer gedämpften Konjunkturentwicklung aus.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts 2025.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

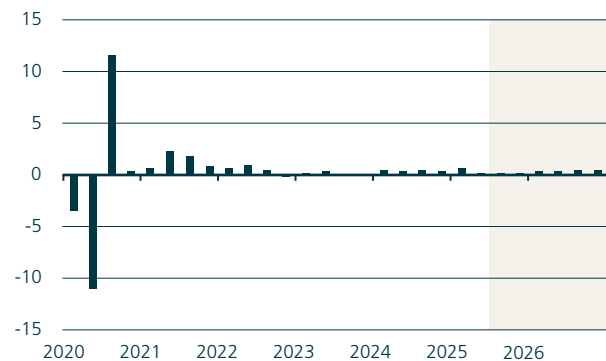
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

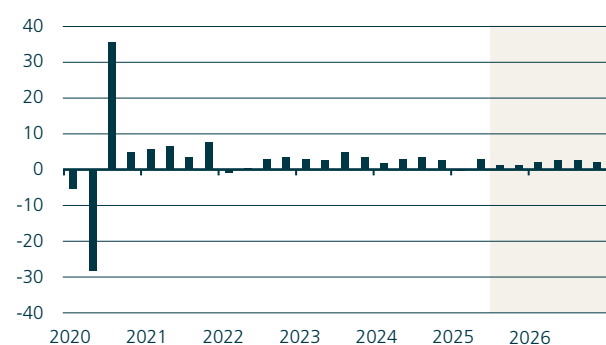
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Bei ihrer Ratssitzung am 24. Juli hat die EZB die Leitzinsen unverändert gelassen und die Hürden für weitere Zinsschritte deutlich höher gelegt. Insbesondere signalisierte Präsidentin Lagarde eine hohe Bereitschaft, ein temporäres Unterschreiten des Inflationsziels zu tolerieren. Dem liegt die Überzeugung zugrunde, dass der robuste Arbeitsmarkt, die wieder günstigeren Finanzierungsbedingungen sowie die Aussicht auf höhere staatliche Investitionsausgaben die Wirtschaft des Euroraums in die Lage versetzen werden, Störungen des globalen Umfelds relativ gut zu verkraften. Auch in der Aufwertung des Euros scheinen die meisten Ratsmitglieder kein gravierendes Abwärtsrisiko für die Inflation zu sehen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir unveränderte Leitzinsen auch bei den Sitzungen im September und Oktober. Im Dezember dürfte die EZB mit einer weiteren Senkung auf den nachlassenden Preisauftrieb und das schwache Wachstum reagieren. Eine darüber hinaus gehende Lockerung würde unseres Erachtens eine deutliche Verschlechterung am Arbeitsmarkt voraussetzen.

Prognoserevision: Senkung des Einlagensatzes auf 1,75 % erst im Dezember.

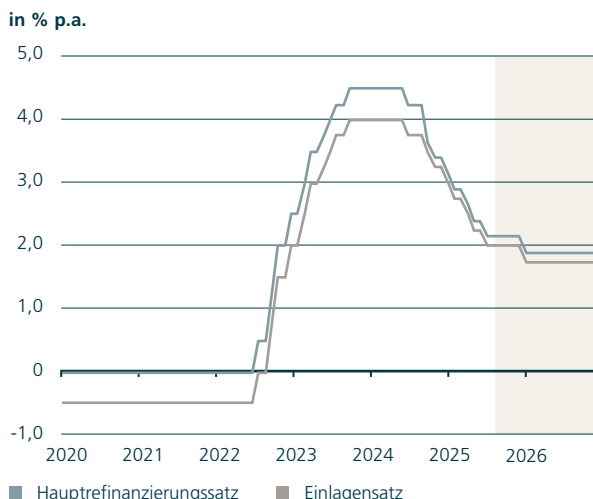
Rentenmarkt Euroland

Die EZB signalisierte zuletzt wenig Bereitschaft zu weiteren Leitzinssenkungen und wurde durch die teils verbesserten Konjunkturdaten in dieser Haltung bestärkt. Dennoch gehen wir davon aus, dass sie mit noch einem Zinsschritt zum Jahresende dem nachlassenden Preisauftrieb und dem schwachen Wirtschaftswachstum Rechnung tragen wird. Zusammen mit dem Wiederbeginn von Leitzinssenkungen durch die Fed dürfte sich dies in geringeren Renditen von Bundesanleihen niederschlagen. Mittelfristig erwarten wir eine leichte Verflachung der Bundkurve. Sobald der Tiefpunkt der Inflation im Euroraum durchschritten ist, dürfte das kurze Ende beginnen, wieder etwas höhere Leitzinsen zu antizipieren. Gleichzeitig sollten ein nur mäßiges Wachstum und niedrigere Renditen von US-Treasuries die Laufzeitprämien am langen Ende abnehmen lassen.

Devisenmarkt: EUR–USD

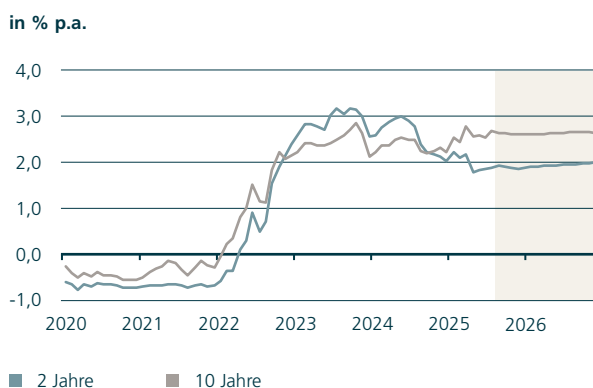
Der lang erwartete Zoll-Deal zwischen der EU und den USA kam zwar Ende Juli zustande, doch brachte er kein Aufatmen, sondern eine Belastung für den Euro. Denn der Deal beinhaltet große Zugeständnisse der EU. Die EU senkt die Zölle auf US-Importe auf 0 % und akzeptiert einen Basiszoll der USA von 15 % (statt der angebotenen 10 %). Dies ließ den US-Dollar aufwerten. Der Wechselkurs sank infolge des Deals von 1,17 auf 1,14 USD je EUR. Anschließend haben allerdings schwache US-Arbeitsmarktdaten die Zinssenkungserwartungen an die Fed zunehmen lassen, woraufhin der Wechselkurs auf rund 1,16 USD je EUR stieg. Der Wechselkurs dürfte mittelfristig noch etwas weiter ansteigen. Dabei besteht auch das Risiko einer stärkeren USD-Abwertung, sofern Trumps Versuche, Einfluss auf die Fed zu gewinnen, fruchten.

EZB: Leitzinsen



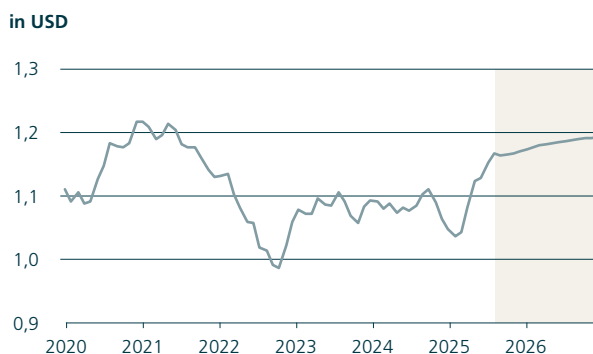
Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Der DAX befindet sich seit Mai in einer Seitwärtsbewegung, nachdem er hervorragend in das Jahr 2025 gestartet war. Die Berichtssaison bot Licht und Schatten. Negatives lieferte erneut der Sektor zyklischer Konsum, also die großen Auto- und Bekleidungshersteller, welche auch bei der Wertentwicklung im laufenden Jahr überwiegend deutlich hinter dem breiten Markt zurückgeblieben sind. Hier belasten Zölle und Euro-Stärke besonders stark. Während die DAX-Gewinne im 2. Quartal rund 8 % sanken, sind sie ohne den zyklischen Konsum um erfreuliche 7 % angestiegen. Bei der Gewinnentwicklung wie auch bei der Performance war der Finanzsektor, v.a. Banken, zuletzt eine zentrale Stütze. Von Seiten der heimischen Konjunkturdaten gab es jüngst keinen größeren Einfluss, und der EZB-Leitzins-senkungszyklus scheint sich dem Ende zu nähern. Kurzfristig bedarf es vermutlich starker Impulse für einen Ausbruch des DAX aus der Seitwärtsbewegung. Langfristig bleiben die Perspektiven positiv.

Prognoserevision: Leichte Aufwärtsrevision der 3-Monats-Prognose.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die Kreditmärkte haben sich nahe der Jahrestiefstände bei den Spreads in die Sommerpause verabschiedet. Die Hoffnung auf eine akzeptable Lösung im Zollkonflikt hat sich positiv auf die Spread-Entwicklung ausgewirkt, ebenso wie die langsam anziehenden Konjunkturerwartungen. Die Geschäftsberichte zum zweiten Quartal sind überwiegend positiv ausgefallen und haben somit zum freundlichen Grundton beigetragen. Bis Mitte Juli sind noch einige Neuemissionen platziert worden und stießen dabei auf große Nachfrage. Der Neuemissionsmarkt konnte dadurch zur Jahreshälfte sogar das starke Vorjahresergebnis sowohl für Investmentgrade- als auch für High Yield-Bonds im Volumen übertreffen. Der fehlende Nachschub frischer Ware bis voraussichtlich Ende August dürfte die Spreads am Sekundärmarkt weiter unterstützen.

Emerging Markets

Märkte

Hatte in den Vormonaten die Aufwertung des Euro immer wieder auf dem Ergebnis von Schwellenländeranlagen gelastet, hat hier zuletzt eine Gegenbewegung eingesetzt, die die EM-Performance unterstützt hat. Schwellenländeraktien haben zudem von der Erleichterung über einen eher glimpflichen Verlauf der Handelsgespräche in den nordasiatischen Märkten (China, Südkorea, Taiwan) profitiert. Gleichzeitig hat in Indien das Ausbleiben einer Vereinbarung zu Enttäuschung geführt. EM-Anleihen wurden von rückläufigen US-Renditen gestützt, die wesentlich von schwächeren US-Arbeitsmarktdaten getrieben waren. Da sich nach einer Abwärtsrevision der Vormonate das Bild einer nachhaltigen Verschlechterung der Lage am US-Arbeitsmarkt ergeben hat, dürfte die Aussicht auf baldige Senkungen des US-Leitzinses EM-Anlagen in den kommenden Monaten Unterstützung geben. Die Unsicherheit über die US-Zollpolitik ist zwar gesunken, doch es dürfte immer wieder neue Drohungen seitens der US-Regierung geben. Zudem ist offen, wie stark die Zölle die Wirtschaftsentwicklung in den kommenden Monaten belasten werden.

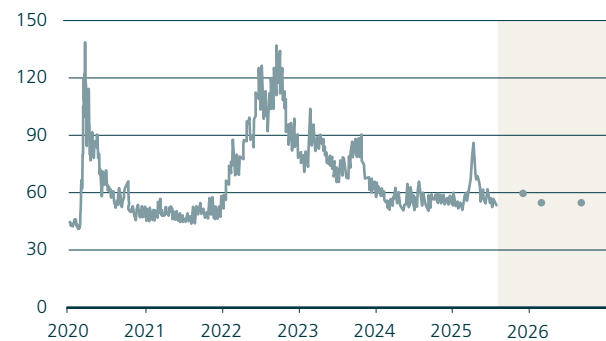
Aktienmarktprognose

	11.08.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	23.924,36	22.700	24.000	26.000
EURO STOXX 50	5.263,29	5.000	5.250	5.500
S&P 500	6.345,06	6.050	6.300	6.600
Topix	2.966,57	2.800	2.900	3.100

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien leicht überarbeitet und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Weltwirtschaft wächst moderat mit rund 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. Kaufkrafterhalt der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20%)

- 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.
- Politisierung wichtiger US-Institutionen wie der Notenbank Fed führen zu Verunsicherung und Vertrauensverlust an den Märkten.
- 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