



Makro Research

Die Illusion der Planungssicherheit



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Nachdem sich Ende Juli die USA und die Europäische Union in einem schottischen Golfclub auf einen Handelsdeal verständigt hatten, wurde von der Politik die damit erzielte Planungssicherheit positiv hervorgehoben. Die weltweit erhobenen US-Zölle seien zwar Sand im Getriebe der Weltwirtschaft, aber nun gebe es eine kalkulierbare Zollperspektive. Dies hat sich als Trugschluss erwiesen. So klagen deutsche Maschinen- und Anlagenbauer über ständig neue Produktgruppen, die mit Zöllen belegt werden. Auch schweben Drohungen im Bereich der digitalen Dienstleistungen über den Handelsbeziehungen der Europäer mit den USA.

Unbeschadet der weiter bestehenden Unwägbarkeiten in der Handelspolitik zeigt sich die Weltwirtschaft allerdings nach wie vor widerstandsfähig. Dies gilt grundsätzlich auch für Europa und noch mehr für die USA, wo die zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten überwie-

gend positiv überrascht haben. Eine Ausnahme bot der US-Arbeitsmarkt. Hier scheint der gewohnte Beschäftigungsaufbau quasi zum Erliegen gekommen zu sein. Dies dürfte unter anderem auch die Folge der drastisch eingeschränkten Zuwanderung sein und könnte wegen der Knappheit von Arbeitskräften zu höheren Lohnzuwächsen führen. Noch sind indes die inflationären Wirkungen der neuen US-Wirtschaftspolitik, auch hinsichtlich der erhöhten Importzölle, kaum erkennbar. Dies macht – nach der monatelangen Pause – die Wiederaufnahme der Leitzinssenkungen der US-Notenbank Fed im September wahrscheinlich.

Die Finanzmärkte haben sich in den letzten Monaten dennoch ziemlich gut gehalten, was der Blick auf neue Allzeithochs bei den Aktienindizes unterstreicht. Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass an einigen Stellen die Risikoprämien spürbar angestiegen sind. Neben der Abwertung des US-Dollars hat sich Gold verteuert, und vor allem die Renditen von Staatsanleihen sind nennenswert angestiegen, gerade auch in den USA im längerfristigen Laufzeitenbereich. Dabei spielt neben dem politischen Druck auf die Fed die steigende US-Staatsverschuldung eine gewichtige Rolle. Nichtsdestotrotz bleibt festzuhalten, dass die Unternehmen mit den Zöllen, der Unsicherheit und den Finanzierungsbedingungen offenbar gut zurechtkommen. Dies lässt Gewinnsteigerungen und mit Blick auf das kommende Jahr freundliche Börsen zu.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Die Datenhistorie zum deutschen Bruttoinlandsprodukt wurde vom Statistischen Bundesamt massiv revidiert. Deutschland befand sich nach aktuellem Datenstand in den Jahren 2022 bis 2024 in einer Rezession. Zudem wurde das zweite Quartal 2025 spürbar nach unten revidiert. Auch der Blick auf das dritte Quartal ist wenig erfreulich. So startete man mit einem deutlichen statistischen Unterhang in das Quartal, und die ersten Indikatoren waren ebenfalls schwach. Einzig die Stimmung der Unternehmen zeigt sich von einer freundlicheren Seite. Doch die Welle der Zollerhöhungen scheint noch nicht ausgelaufen zu sein, und innenpolitisch ebbt die Reformhoffnungen ab.

Prognoserevision: Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts.

Euroland

Das Abkommen zwischen der EU und den USA verschlechtert die Position der europäischen Wirtschaft im Handel mit den USA und wird zu zusätzlichen Kosten führen. Die jüngsten Stimmungsindikatoren deuten allerdings an, dass das Abkommen zwar als nachteilig betrachtet wird, aber gesamtwirtschaftlich nicht als gravierend eingestuft wird. Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die Preise dürften erst mit Verzögerung zu beobachten sein. Die Inflation bewegt sich weiterhin im Zielbereich der Europäischen Zentralbank. Im August lag die Inflationsrate bei 2,1 %. Die Gesamtinflationsrate wird derzeit durch fallende Energiepreise gedämpft. Dagegen sind die Preise für Dienstleistungen und für unverarbeitete Lebensmittel mit +3,1 % bzw. +5,5 % deutlich überdurchschnittlich angestiegen.

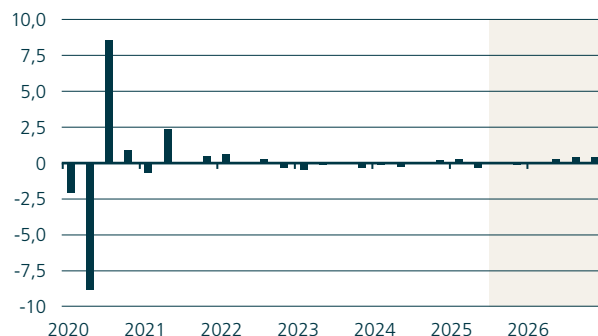
USA

Der enttäuschend schwache Arbeitsmarktbericht für Juli hat sich bislang nicht in einer grundsätzlichen wirtschaftlichen Abschwächung niedergeschlagen. Im Gegenteil, die Konjunkturprognosen für das dritte Quartal sind zuletzt eher nach oben korrigiert worden. Anfang August wurden von der US-Regierung weitere Zollerhebungen umgesetzt. Aufgrund der Wirkungsverzögerungen sorgen diese eher 2026 für einen höheren Inflationsverlauf. Die vorherigen Zollerhebungen bewirkten hingegen bislang einen geringeren Preisauftrieb als von uns unterstellt. Dies sorgt für eine Abwärtskorrektur unserer Inflationsprognose für dieses Jahr.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts 2025, Abwärtsrevision 2026; Abwärtsrevision der Inflationsrate 2025, Aufwärtsrevision 2026.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

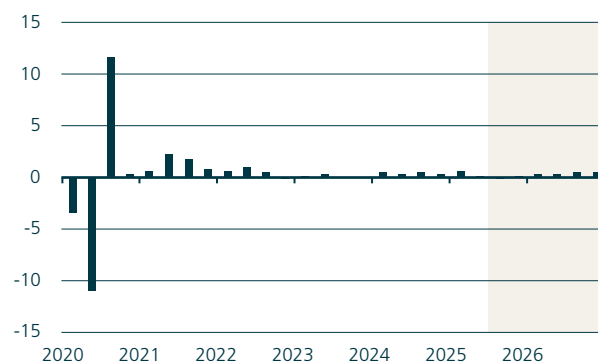
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

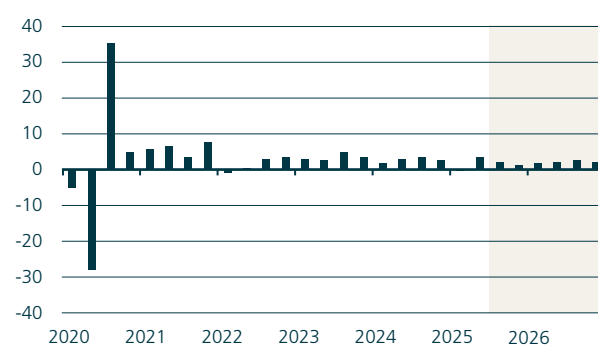
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Seit der Sitzung am 24. Juli gab es vergleichsweise wenig Kommentare aus dem EZB-Rat. Die Mehrzahl der Notenbankler, die sich zu Wort meldeten, bezeichnete das derzeitige Leitzinsniveau als angemessen. Dies schließt weitere Senkungen nicht kategorisch aus, legt die Hürden hierfür jedoch relativ hoch. Ein schwaches Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte und ein leicht dämpfender Einfluss der Euro-Aufwertung auf die Inflation, wie es die EZB in ihren derzeitigen makroökonomischen Projektionen vorhersagt, dürften ihr nicht genügen, um die Geldpolitik bis in den expansiven Bereich zu lockern. In ihren neuen Projektionen, die bei ihrer Ratssitzung am 11. September vorgelegt werden, wird die EZB von einem weniger starken Unterschreiten des Inflationsziels ausgehen als noch im Juni. Zusammen mit der Erwartung eines im kommenden Jahr wieder zunehmenden Wirtschaftswachstums sollte dies den Ausschlag dafür geben, die Leitzinsen auf dem derzeitigen Niveau zu belassen, das die meisten Ratsmitglieder als in etwa neutral ansehen.

Prognoserevision: EZB-Einlagensatz bleibt bis auf Weiteres bei 2,0 %.

Rentenmarkt Euroland

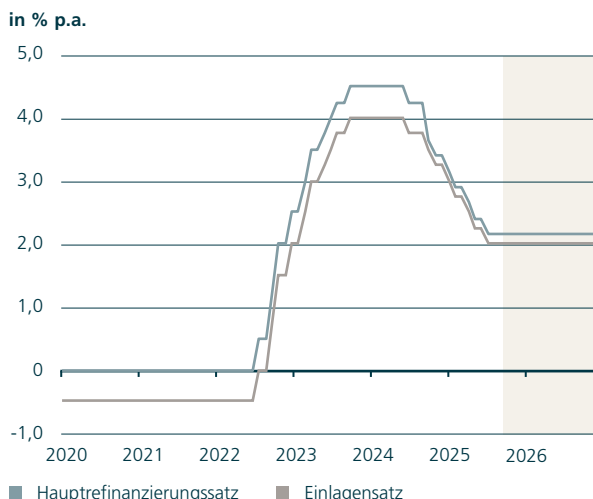
Nachlassende Abwärtsrisiken für Wirtschaftswachstum und Inflation dürften die EZB darin bestärken, die Leitzinsen bis auf Weiteres unverändert zu lassen. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen knapp über die Marke von 2 % klettern werden. Das lange Ende der Bundkurve konnte sich in den vergangenen Wochen nicht der weltweit schlechten Stimmung gegenüber langlaufenden Staatsanleihen entziehen. Auf etwas längere Sicht rechnen wir hier jedoch mit einer allmählichen Erholung. In einem Umfeld mit nur mäßigem Wirtschaftswachstum und gut verankerten langfristigen Inflationserwartungen sollten die hohen realen Renditen das Interesse von Anlegern wecken. Hierzu könnten auch der Wiederbeginn von Leitzinssenkungen der Fed und sinkende Renditen von US-Treasuries beitragen.

Prognoserevision: Etwas höhere Renditeverläufe.

Devisenmarkt: EUR–USD

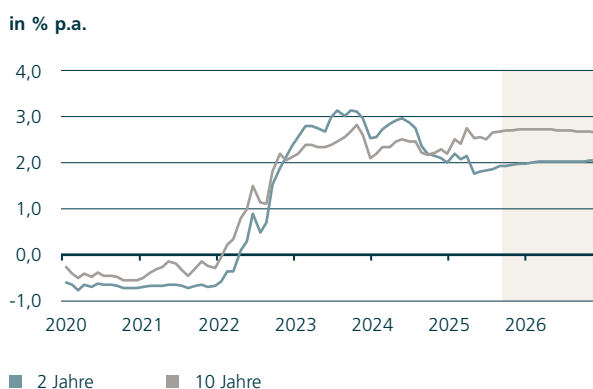
Nach dem Anstieg auf 1,16 USD je EUR Anfang August infolge schwacher US-Arbeitsmarktdaten gönnte sich der Wechselkurs eine Verschnaufpause. Der Seitwärtstrend zwischen 1,16 und 1,17 USD je EUR deutete an, dass auf diesem Niveau vorerst das Gros der Vorgaben der Zollpolitik, der Geldpolitik sowie der Marko-Ausblicke beider Währungsräume eingepreist sein könnte. Die Entlassung des FOMC-Mitglieds Cook durch Trump gab dem Wechselkurs keinen Impuls zugunsten des Euro. Denn diese Maßnahme wird noch gerichtlich geprüft. Andererseits ist der Euro auch nicht frei von politischen Belastungen angesichts einer erneut drohenden Regierungskrise in Frankreich. Neue Impulse für den Wechselkurs sind nun abzuwarten. Ein möglicher zeichnet sich bereits ab: Trumps Drohung, mit Zöllen gegen Länder mit Regulierung von Digitalkonzernen vorzugehen.

EZB: Leitzinsen



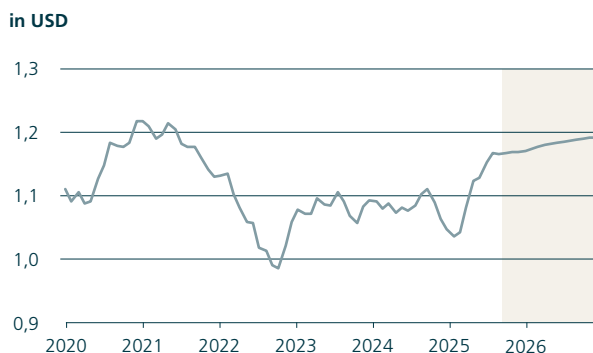
Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Nach einem unspektakulären August handelt der DAX seit Mai in einer Seitwärtsbewegung. Seine Wertentwicklung im laufenden Jahr ist weiterhin klar überdurchschnittlich, vor allem dank kräftiger Kursgewinne bei einigen Industrie- und Finanzaktien. Nach dem schwierigen Beginn war die DAX-Berichtssaison für das 2. Quartal trotz enttäuschender Umsatzzahlen letztlich stark. Die Unternehmen trotzten erfolgreich den Belastungen durch Zölle und Euro-Stärke. Für das 3. Quartal erwartet der Konsens aktuell eine bemerkenswerte Gewinndynamik von +16 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Von allen Sektoren wird ein positiver Beitrag erwartet. Entscheidend sind Basiseffekte beim zyklischen Konsum, der in Deutschland im Wesentlichen von den Autoherstellern repräsentiert wird und fast 7 Prozentpunkte zum Gewinnplus beitragen soll.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der 3- und 6-Monats-Prognosen.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Der Neuemissionsmarkt für Unternehmensanleihen ist mit frischem Schwung in die Herbstsaison gestartet. Nach der Sommerpause ist der Markt ausgetrocknet, und die neuen Bonds stoßen trotz niedriger Spreads und nur geringer Neuemissionsprämien auf eine große Nachfrage. Zwar gestaltet sich die Konjunkturerholung in Euroland sehr zäh, und auch das Zollthema kann jederzeit wieder bremsend in den Vordergrund treten, doch die großen europäischen Unternehmen haben im zweiten Quartal überwiegend positiv mit ihren Geschäftszahlen überrascht und sind zuversichtlich in die zweite Jahreshälfte gestartet. Der Marktkonsensus erwartet für das dritte Quartal beim STOXX 600 lediglich ein mageres Gewinnplus, beim DAX ist man dagegen mit einer Erwartung der Gewinnsteigerung um 16 % überraschend optimistisch.

Emerging Markets

Märkte

Die Verhängung neuer US-Zölle hat im August die Stimmung an den Kapitalmärkten nicht nachhaltig belastet. Innerhalb des Schwellenländeraktiensegments setzt sich eine massive Rotation fort: Die früheren Anlegerlieblinge Indien und Taiwan schwächeln, insbesondere Indien aufgrund von erhöhter Bewertung und Handelsstreitigkeiten mit den USA. Hingegen setzten Südkorea und China ihre Outperformance fort. In den kommenden Monaten sollten zunehmende Konjunktursorgen für einen leichten Anstieg der Risikoprämien für EM-Hartwährungsanleihen sorgen. Die US-Notenbank dürfte den Leitzins am 17. September senken und damit zumindest bei kurzlaufenden Anleihen für Unterstützung sorgen. Langlaufende US-Renditen konnten von der Aussicht auf Zinssenkungen zuletzt nicht mehr profitieren, da sich der Fokus stärker auf das hohe Haushaltsdefizit und die damit einhergehenden Neuemissionen verschoben hat. Die Haushaltsdefizite sind auch in einigen Schwellenländern problematisch, doch das kräftige Wirtschaftswachstum macht diese in der Tendenz leichter tragbar. Angespannt ist die Lage vor allem in Brasilien, Kolumbien und Rumänien.

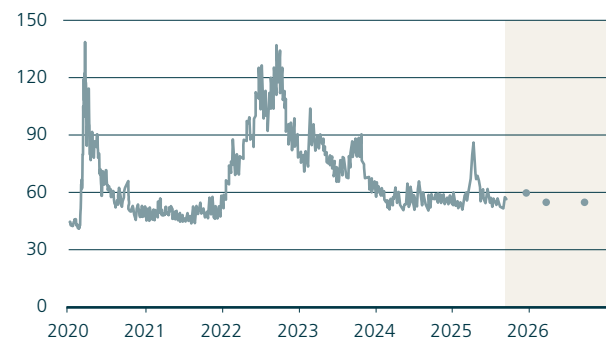
Aktienmarktprognose

	08.09.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	23 594,80	23.500	25.000	26.000
EURO STOXX 50	5 325,01	5.300	5.400	5.650
S&P 500	6 448,26	6.500	6.600	7.000
Topix	3 048,89	3.000	3.300	3.400

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

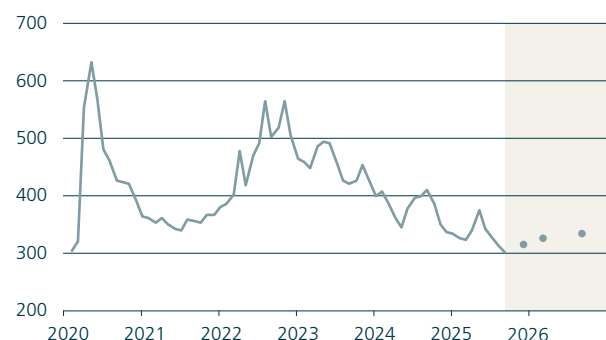
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien 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