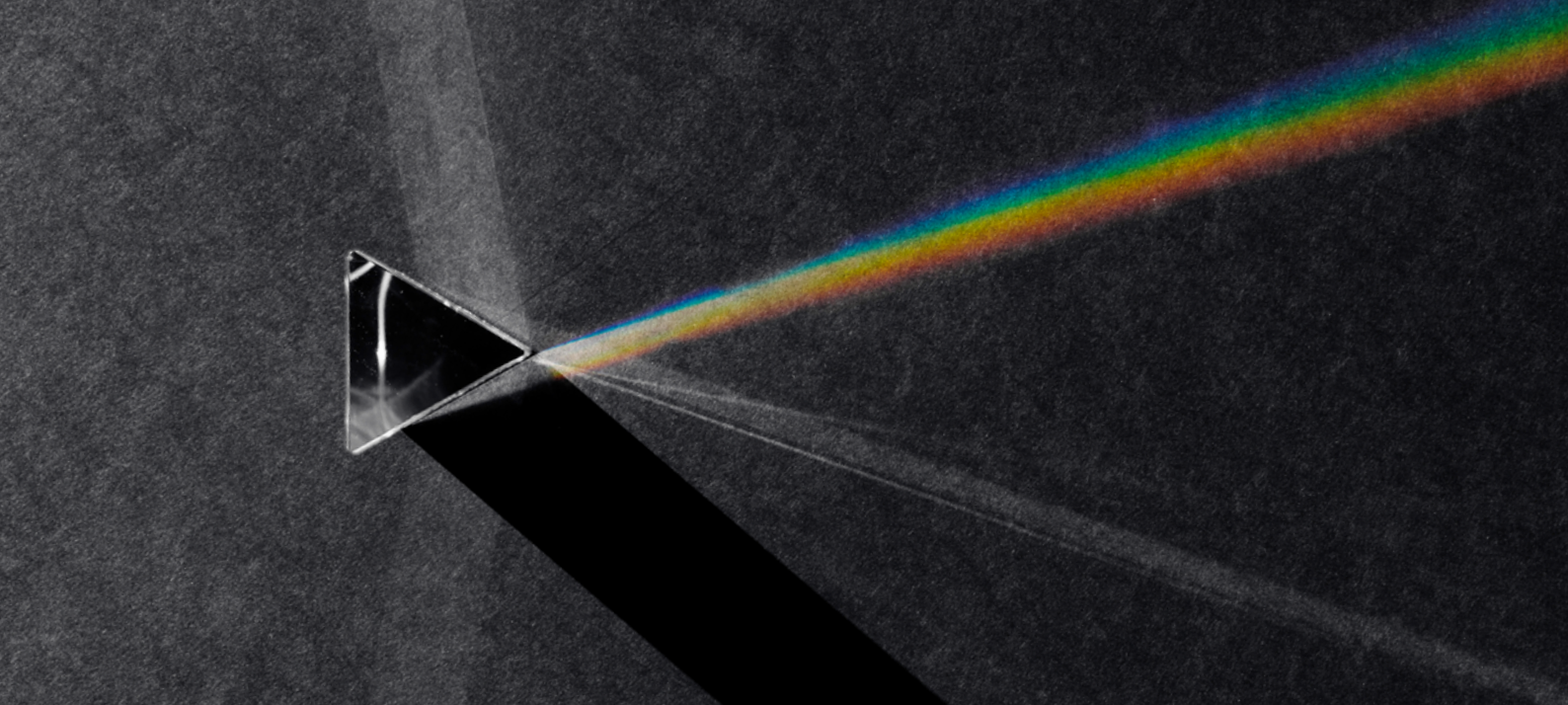




Makro Research

Ein differenziertes Bild



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Es mag verwunderlich erscheinen, aber die Weltwirtschaft wächst weiterhin robust mit rund 3 %. Auch die Aktienmärkte zeigten sich zuletzt in vielen Teilen der Welt freundlich. Dabei sieht man beim Blick auf Deutschland eher die Schattenseiten: Die Konjunktur ist leblos, und die Arbeitslosenzahl ist inzwischen auf rund drei Millionen Personen gestiegen. Die Hoffnungen auf strukturelle Reformen zur Verbesserung der hiesigen Standortbedingungen schwinden. Dass die Aktienmärkte so gelassen sind, liegt vor allem daran, dass die von den USA verhängten Zölle für die meisten Unternehmen noch verkraftbar erscheinen, solange es nicht zu einem ausgewachsenen globalen Handelskrieg kommt. Zugleich bleibt die Region Asien trotz der anhaltenden ökonomischen Probleme Chinas der kräftige Motor der Weltwirtschaft. Und es gibt noch eine weitere ökonomische Lichtquelle: Wir befinden uns in einer Zeit der tech-

nologischen Revolution – mit der Digitalisierung im Allgemeinen und der Künstlichen Intelligenz im Besonderen. Sie liefern den Stoff für die Börsenhoffnungen und für die Erwartung auskömmlicher Produktivitätssteigerungen in den Unternehmen.

Zunehmende Beachtung findet jedoch die gestiegene Staatsverschuldung der Industrieländer. Sowohl in den USA als auch in Europa, und hier besonders in Frankreich, haben die Renditen der Staatsanleihen unlängst nach oben gezuckt – mehr aber auch nicht. Denn ein Vertrauensverlust in die Zahlungsfähigkeit der Staaten ist nicht zu erwarten. Und wer sich Sorgen macht, weil in den USA zum 1. Oktober 2025 eine Haushaltssperre in Kraft getreten ist: ein solcher sogenannter Government Shutdown hat keine nennenswerten konjunkturellen Auswirkungen, und die Zahlungsfähigkeit des US-Staates ist nicht gefährdet, nur weil der Staatshaushalt für das neue Haushaltsjahr nicht rechtzeitig verabschiedet wurde. Etwas höhere Renditen als Forderung der Kapitalmarktteilnehmer bei der Finanzierung der Industrieländer hatten wir in den letzten Monaten bereits in unsere Prognosen eingearbeitet. Da es in den Bilanzen von Unternehmen und privaten Haushalten keine entsprechenden finanziellen Ungleichgewichte gibt und alternde Gesellschaften weiter Staatsanleihen kaufen, steht unseren konstruktiven Kapitalmarktperspektiven auch mit Blick auf die Staatsverschuldung nichts im Weg.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Die Konjunktur bleibt weiterhin kraftlos. Angesichts zunehmender Ängste um den Arbeitsplatz begrenzen die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben. Gleichzeitig schwindet bei den Unternehmen die Hoffnung auf eine Entfesselung der deutschen Volkswirtschaft durch Reformen. Sondervermögen werden zweckentfremdet, und die Regierung erweckt den Eindruck der Gespaltenheit hinsichtlich der notwendigen Reformschritte. Investitionsanreize sehen anders aus. Außenwirtschaftlich könnte es angesichts der US-Zölle schlechter laufen. Zwar sind seit Jahresbeginn die Ausfuhren in die USA um 15 % gesunken, doch bislang konnte das Europageschäft dies mehr als ausgleichen.

Euroland

Die Stimmungsindikatoren für den Euroraum sind im dritten Quartal etwas angestiegen. Die Verbesserung ist aber zu gering, als dass damit eine konjunkturelle Belebung verbunden wäre. Die europäische Industrie ist dabei, sich aus einer langen und tiefen Krise zu befreien, doch der Weg zurück zur Normalauslastung ist noch nicht erreicht. Am europäischen Arbeitsmarkt sind kaum Anzeichen von Schwäche zu erkennen. Die Arbeitslosenquote liegt mit 6,3 % nur knapp über dem Allzeittief von 6,2 %. Unter den vier großen EWU-Ländern gibt es allerdings beträchtliche Unterschiede. Spitzenreiter ist Deutschland mit einer Arbeitslosenquote von 3,7 %. Die rote Laterne trägt Spanien. Dort erreicht die Arbeitslosenquote 10,3 %. Italien (6,0 %) und Frankreich (7,5 %) reihen sich dazwischen ein.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der BIP-Prognose.

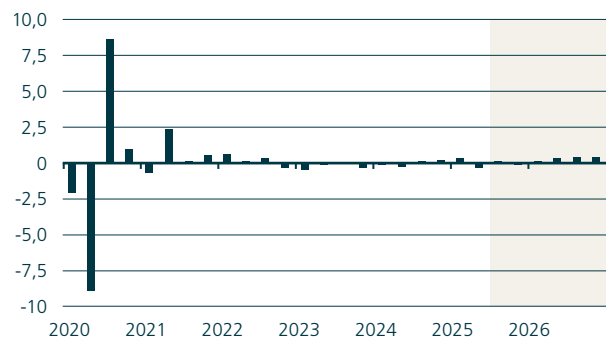
USA

Der Arbeitsmarktbericht für August zeichnete erneut ein schwaches Bild der US-Wirtschaft. Weiterhin wurde dies jedoch nicht durch eine ebenso schwache Investitionsdynamik der Unternehmen begleitet. Auch die gewichtigen privaten Konsumausgaben übertrafen im August die ursprünglichen Erwartungen. Verantwortlich hierfür ist auch, dass die zollbedingte Inflation weiterhin niedriger ist als befürchtet. Aufgrund der Änderung von Handelsströmen von Ländern mit hohen Zollsatzänderungen hin zu Ländern mit niedrigeren Anhebungen dürfte der effektive Zollsatz weniger stark angestiegen sein als bislang von uns unterstellt. Wir nehmen daher Abwärtskorrekturen bei unserem Inflationsausblick vor. Diese sorgen auch für einen höheren Wachstumsausblick.

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

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

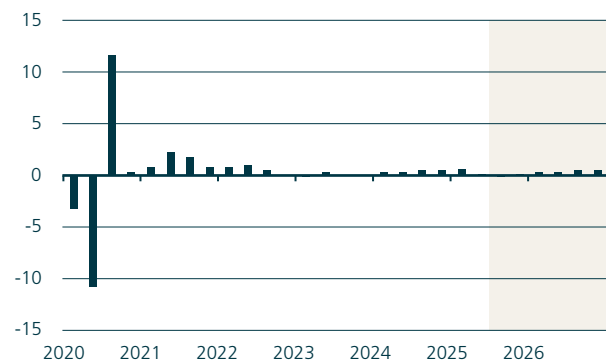
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

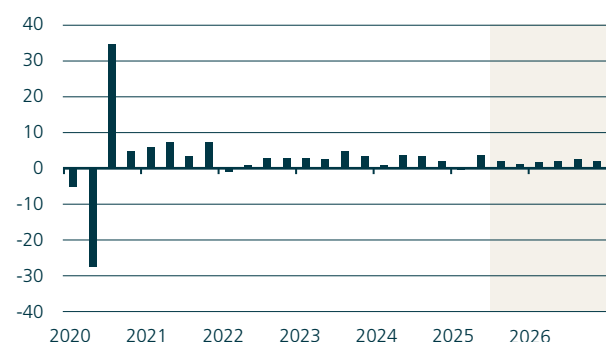
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Erwartungsgemäß hat die EZB die Leitzinsen auf ihrer September-Sitzung unverändert belassen. Sie scheint bis auf Weiteres mit dem Leitzinsniveau von 2,0 % zufrieden zu sein. Der mittelfristige Inflationsausblick liegt nah am Zielwert, und das Wirtschaftswachstum hat in der ersten Jahreshälfte die positive zugrundeliegende Dynamik untermauert. Zudem sieht die EZB nach dem Abschluss des Handelsabkommens zwischen der EU und den USA die Risiken ausgeglichener als noch im Juni. Allerdings sind die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in der Eurozone nur moderat, und die Prognose des Mitarbeiterstabs zur Kerninflation von lediglich 1,8 % im Jahr 2027 liegt am unteren Rand des Zielbereichs der EZB. Bereits ein relativ kleiner Schock könnte also genügen, um eine Lockerung der Geldpolitik in den expansiven Bereich nahezulegen. Wir erwarten für die nähere Zukunft unveränderte Leitzinsen, sehen aber für die Ratssitzungen bis weit in das nächste Jahr hinein einen Easing Bias für den Fall einer enttäuschenden Konjunkturentwicklung.

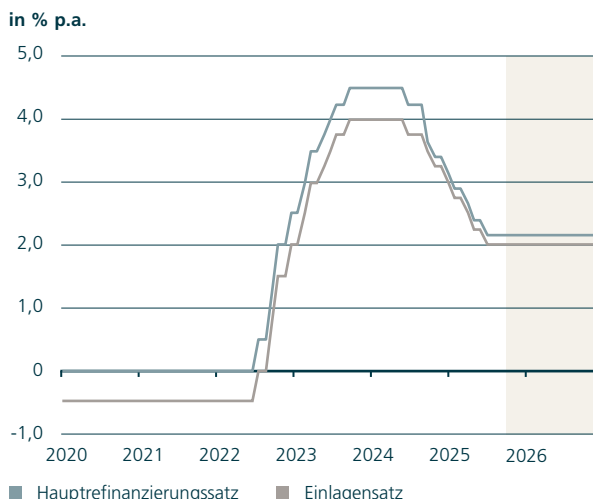
Rentenmarkt Euroland

Die EZB hat eine vorläufige Pause im Leitzinspfad eingelegt, zeigt sich aber auch auf mittlere Sicht mit dem aktuellen Zinsniveau recht zufrieden. Aufgrund der niedrigen Inflationserwartungen der Notenbank sehen wir noch einen leichten Easing Bias der EZB, rechnen aber mit unveränderten Leitzinsen. Länger laufende Bundesanleihen leiden unter weltweit steigenden Verschuldungstendenzen und vor allem den großen Schuldenpaketen der Bundesregierung. Die Aussichten auf sinkende Leitzinsen und ggf. Kapitalmarktzinsen in den USA sowie ein nur mäßiges Wirtschaftswachstum in Euroland bei gut verankerten langfristigen Inflationserwartungen sollten auch langlaufende Renditen stabilisieren. Französische Staatsanleihen dürften aufgrund der politischen Unsicherheit und ausufernder Staatsverschuldung unter Abgabedruck bleiben.

Devisenmarkt: EUR – USD

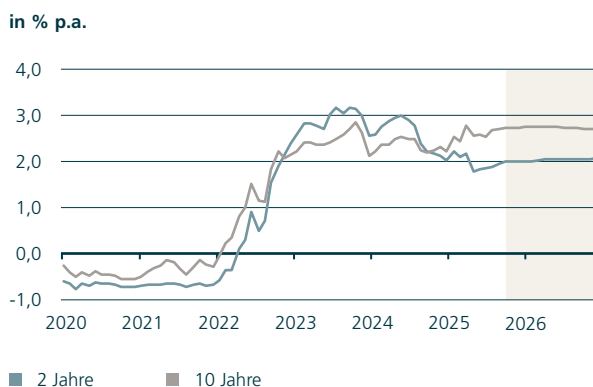
Der EUR-USD-Wechselkurs nimmt die Marke von 1,18 USD je EUR fester ins Visier. Die US-Wirtschaft überrascht zwar weiterhin mit robuster Wachstumsdynamik. Allerdings hat die Fed ihre Zinssenkungspause angesichts schwacher Arbeitsmarktdaten sowie nur moderater zollbedingter Preisanstiege beendet. Auf die Senkung des Leitzinses auf 4,00 % bis 4,25 % im September dürften weitere folgen. Dagegen sind die Zinssenkungserwartungen an die EZB im September gesunken, nachdem der Einlagensatz von 2 % von den Notenbankern als angemessen bekräftigt wurde. Auf die neuen Vorgaben der US-Politik – wie etwa den 100 %-Zoll auf Arzneimittel-Importe (mit Ausnahme-regelungen) sowie den „Government Shutdown“ ab dem 1. Oktober – hat der Wechselkurs bisher kaum reagiert.

EZB: Leitzinsen



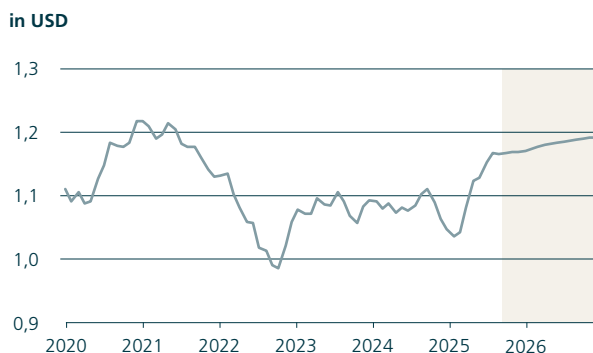
Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD



Aktienmarkt Deutschland

Nach seinem spektakulären Jahresstart und der schnellen Erholung vom US-„Liberation Day“ handelt der DAX seit Mai in einem relativ engen Seitwärtstrend. Zuletzt blieb er damit klar hinter anderen internationalen Indizes zurück, die regelmäßig neue Rekorde markierten. Eine Häufung von Schwäche bei Einzeltiteln plus Enttäuschungen über ausbleibende Reformen der neuen Bundesregierung waren hierbei wichtige Faktoren. Die Mitte Oktober startende Berichtssaison für das 3. Quartal wird ein wichtiger Wegweiser für die Entwicklung bis zum Jahresende werden. Wir erwarten für den DAX eine solide Berichtssaison mit einer positiven aggregierten Gewinnüberraschung, wenn man die Autohersteller herausrechnet. Diese bleiben die Wildcard und die Achillesferse der DAX-Gewinne. Das zeigte sich auch im vergangenen Monat: Das für das 3. Quartal erwartete Gewinnwachstum wurde aufgrund von Abwärtsrevisionen für die Autoindustrie von rund 16 % auf etwa 6 % zusammengestrichen.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der Prognosen

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Neuemissionen können weiterhin mit großem Erfolg im Markt platziert werden. Auch größere Mehrfachtranchen werden stark überzeichnet und performen im Sekundärmarkt gut. Alte, ausstehende Corporates und Financials profitieren ebenfalls von dem hohen Anlagebedarf internationaler Investoren. Corporates handeln inzwischen zwar mit historisch betrachtet niedrigen Spreads, durch das allgemein erhöhte Renditeniveau sind sie jedoch aus Carry-Aspekten weiterhin attraktiv. Besonders gefragt sind daher auch Unternehmensanleihen aus dem High-Yield-Bereich. Diese waren zwischenzeitlich aus Sorge über stark steigende Fälligkeiten unter besondere Beobachtung gestellt worden. Doch viele Unternehmen haben mit Neufinanzierungen reagiert, die auf eine starke Nachfrage gestoßen sind, und konnten die Bedenken somit überwiegend ausräumen.

Emerging Markets

Märkte

Schwellenländeranlagen haben sich in den vergangenen Wochen sehr gut entwickelt. Ungewöhnlich stark waren die Zugewinne bei EM-Aktien, die von den drei Schwergewichten China, Südkorea und Taiwan getrieben wurden, während der indische Markt unter der Verhängung hoher US-Zölle gelitten hat. EM-Lokalwährungsanleihen wurden von der guten Wechselkursentwicklung einiger Schwergewichte gestützt, während EM-Hartwährungsanleihen von rückläufigen Spreads und sinkenden US-Renditen profitierten. Besonders volatil war die Entwicklung bei argentinischen US-Dollar-Anleihen. Die Sorge, dass ein schwaches Abschneiden der Präsidentenpartei bei den Zwischenwahlen am 26. Oktober den Reformprozess beenden könnte, hatte zunächst deutliche Kursverluste ausgelöst. Die Ankündigung von US-Hilfen führte dann zu einer Erholung. Die EM-Rentenmärkte sollten in den kommenden Monaten von der Erwartung weiterer US-Leitzinssenkungen unterstützt bleiben. Die Risikoprämien von Hartwährungsanleihen dürften sich allerdings leicht ausweiten, wenn schwächere Konjunkturdaten zu zunehmenden Wachstumssorgen führen.

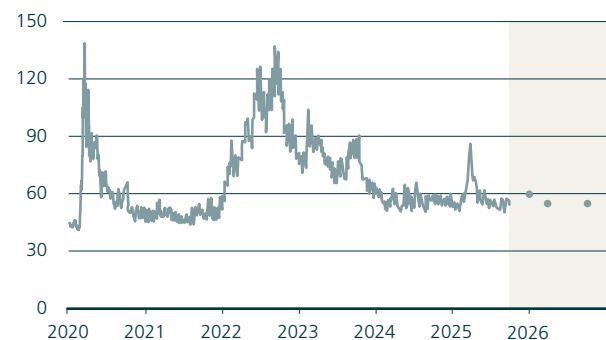
Aktienmarktprognose

	03.10.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	24.378,80	24.500	25.500	27.000
EURO STOXX 50	5.651,71	5.550	5.700	6.000
S&P 500	6.715,79	6.700	6.900	7.300
Topix	3.129,17	3.100	3.300	3.500

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 die Eintrittswahrscheinlichkeit des Basisszenarios zulasten des Negativszenarios gesenkt. Zudem haben wir das Basisszenario leicht angepasst.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 75%)

- 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.
- EZB hält Leitzinsen konstant auf neutralem Niveau. US-Notenbank Fed und weitere Notenbanken mit restriktiver Geldpolitik senken Leitzinsen in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung auf neutrale Niveaus. Notenbanken achten darauf, 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: 15%)

- 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 führt zu starker 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 eine Lohn-Preis-Spirale aus. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer noch einmaligen 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