



Makro Research

Drehbuchänderungen jederzeit möglich



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Seit seinem Amtsantritt im Januar 2025 hat US-Präsident Trump eine federführende Rolle auf der Weltbühne übernommen und ist dabei mit einem konkreten Drehbuch gestartet: Die USA sollen wieder stark und unabhängig werden, und dies mithilfe von Zolldrohungen und von konkreten, notfalls auch extrem hohen Zöllen. Wer von den Handelspartnern bereit war, zu verhandeln und den US-Wünschen zu entsprechen, wurde mit Zollzugeständnissen belohnt. Verhandlungserfolge wurden aber auch immer wieder in Frage gestellt. Inzwischen ist klar, dass das Drehbuch vom US-Präsidenten jederzeit umgeschrieben werden kann. Hieraus ergeben sich spürbare geopolitische Unwägbarkeiten. Verlässlichkeit und Planungssicherheit sind passé.

Die Vorgehensweise der US-Regierung ist zweifellos ungewöhnlich. Doch die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte reagieren auf das Hin und Her überraschend flexibel und widerstandsfähig. Die aktuelle Berichtssaison der Unternehmen zum dritten Quartal sieht dies- und jenseits des Atlantiks richtig gut aus. Zudem sind unkontrollierte handelspolitische Eskalationen bislang ausgeblieben, weil sowohl Regierungen als auch Marktakteure besonnen agieren. Damit zeichnet sich ab, dass die Kapitalmärkte 2025 ein weiteres sehr gutes Jahr für Wertpapieranleger bringen werden. Dies war zwar grundsätzlich erwartet worden, wurde jedoch vor dem Hintergrund der hektischen Nachrichtenlage zwischenzeitlich mehrfach in Zweifel gezogen. Wenn man denn so wollte, könnte man in der steilen Goldpreisentwicklung ein Ventil für die anhaltende erhöhte Risikowahrnehmung ausmachen. Doch zugleich stehen auch die Aktienindizes weit über ihren Jahresanfangsständen und nahe ihrer Höchststände, was kaum mit Risiken und Sorgen erklärbar ist. Vielmehr gelten die Digitalisierung im Allgemeinen und die Künstliche Intelligenz im Besonderen als Hoffnungsträger für eine steigende Produktivität bei den Unternehmen bzw. für ganze Volkswirtschaften. Dass die Notenbanken ihr Ziel einer neutralen Geldpolitik weiterhin klar vor Augen haben und glaubhaft verfolgen, hilft den Kapitalmärkten ebenfalls – trotz aller kurzfristiger Drehbuchänderungen.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt stagnierte im dritten Quartal 2025, nachdem es im zweiten Quartal noch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal geschrumpft war. Die jüngsten Umfragen des ifo Instituts deuten auf mehr Zuversicht der Unternehmen auf Sicht von sechs Monaten hin. Die Lageeinschätzung hat sich dagegen verschlechtert. In dieser Umfrage beurteilte die Industrie ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit so negativ wie nie zuvor. Auch die jüngste Umfrage des Instituts der deutschen Wirtschaft macht wenig Hoffnung auf eine durchgreifende Erholung in näherer Zukunft.

Prognoserevision: Geringe Aufwärtsrevisionen der Inflationsrate für 2025 und des Bruttoinlandsprodukts für 2026.

Euroland

Die europäische Wirtschaft hat im dritten Quartal 2025 leicht an Fahrt gewonnen. Laut Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt in Euroland nach einem Anstieg im zweiten Quartal 2025 um 0,1 % nun im dritten Quartal um 0,2 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq) gewachsen. Die konjunkturelle Entwicklung in Euroland war unter den vier großen EWU-Ländern im dritten Quartal 2025 von erkennbaren Unterschieden geprägt. Spitzenreiter war erneut Spanien mit einer deutlichen Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität von 0,6 % qoq. Mit wenig Abstand folgte überraschenderweise Frankreich (+0,5 % qoq). Das französische Wachstum kam im dritten Quartal vor allem aus dem Außenhandel. Am unteren Ende von den großen vier EWU-Ländern lagen Deutschland und Italien mit einer stagnierenden Wirtschaftsleistung.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der BIP-Prognose.

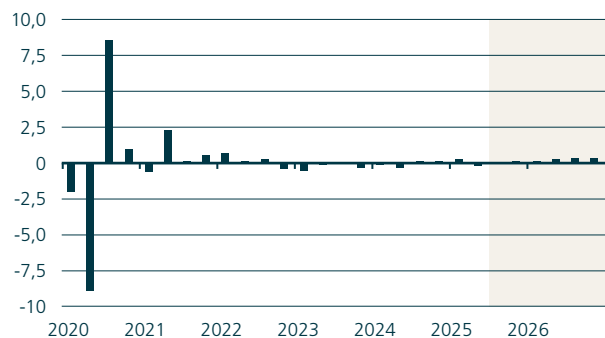
USA

Die Kongresskammern konnten sich nicht bis Anfang Oktober auf einen Haushalt für das begonnene Fiskaljahr 2026 einigen. Hierdurch kam es zu einem Regierungsstillstand (Government Shutdown), von dem dieses Mal auch das Handels- und das Arbeitsministerium betroffen sind. Seither wurden fast keine offiziellen makroökonomischen Statistiken mehr veröffentlicht. Einzige Ausnahme war die Bekanntgabe der Verbraucherpreise für September. Diese deuten einen erneuten leichten zollbedingten Preisschub an. Daten von privaten Anbietern lassen den Schluss zu, dass sich die zollbedingte Verunsicherung der Unternehmen eher verringert hat. Die von der Fed Chicago berechneten Einzelhandelsumsätze entwickeln sich unauffällig. Sollte der Regierungsstillstand über den November anhalten, käme es zu einer zeitlichen Verschiebung von wirtschaftlicher Aktivität vom vierten Quartal 2025 in das erste Quartal 2026.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der Inflationsrate 2026.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

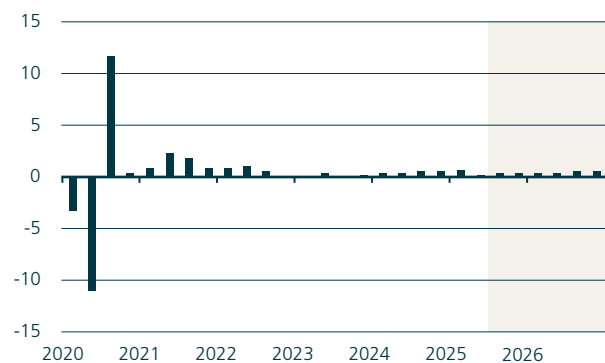
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

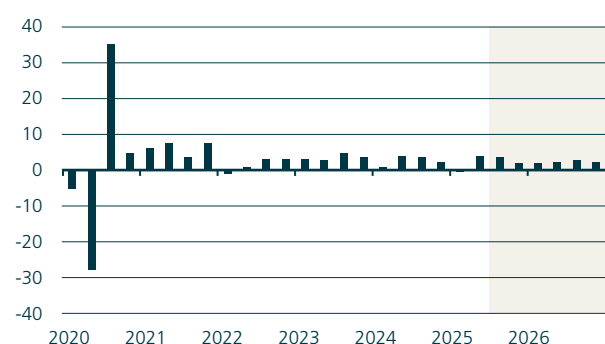
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Bei ihrer Ratssitzung Ende Oktober hat sich die EZB zwar rein formal die Möglichkeit zu weiteren Leitzinssenkungen offengehalten. Ihre inhaltliche Argumentation ließ jedoch kaum Anhaltspunkte erkennen, konkret über eine erneute Lockerung der Geldpolitik nachzudenken. Durch die jüngsten Konjunkturdaten aus der Eurozone und die Wahrnehmung verminderter politischer Risiken auf globaler Ebene ist der EZB-Rat in Bezug auf das Wirtschaftswachstum noch etwas optimistischer geworden. Aus Sicht der meisten Mitglieder überwiegt dies die Sorge vor potenziell zu niedrigen Inflationsraten, wie sie in den makroökonomischen Projektionen des Mitarbeiterstabs angedeutet werden. Unseres Erachtens betrachtet die Mehrheit der Notenbanker weitere Leitzinssenkungen lediglich als Option für den Fall, dass sich das wirtschaftliche Umfeld unerwartet verschlechtert und die Abwärtsrisiken für die Inflation zunehmen. Bleibt eine solche Entwicklung aus, rechnen wir bis auf Weiteres mit unveränderten Leitzinsen. Diese Perspektiven sollten mittelfristig zu etwas höheren EURIBOR-Sätzen führen.

Rentenmarkt Euroland

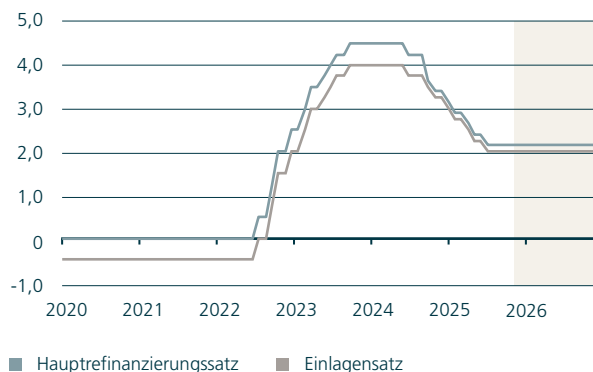
Wir gehen davon aus, dass sich die Bundkurve mittelfristig von beiden Seiten etwas verflachen wird. Am kurzen Ende sollten die Renditen geringfügig ansteigen, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen über noch bevorstehende Leitzinssenkungen der EZB zurückschrauben. In den längeren Laufzeitbereichen verlangen die Anleger eine Kompensation dafür, dass die Ausgabenpläne für Verteidigung und Infrastruktur in den kommenden Jahren zu einer deutlichen Ausweitung des Angebots führen werden. Unter der Prämisse, dass das kurze Ende fest verankert bleibt, generiert die derzeitige Steilheit jedoch bereits einen signifikanten Mehrertrag langlaufender Bundesanleihen. Insofern sollte der immer noch erhebliche Anlagebedarf in Kombination mit stabilen langfristigen Inflationserwartungen die Renditen allmählich zurückgehen lassen.

Devisenmarkt: EUR–USD

Der US-Dollar wurde bislang überraschend wenig durch den andauernden „Government Shutdown“ in den USA belastet. Anfang November sank der EUR-USD-Wechselkurs gar unter die Marke von 1,15 USD je EUR. Da wegen des Shutdowns nur wenige Makro-Indikatoren veröffentlicht werden, ist die aktuelle Entwicklung der US-Wirtschaft schwer einzuschätzen. Dies könnte für die von uns erwartete nächste Leitzinssenkung der US-Notenbank im Dezember zu einem Problem werden. Euroland überraschte hingegen mit Euro-stützenden Meldungen wie einem stärker als erwarteten BIP-Wachstum im dritten Quartal sowie einem weiteren Anstieg des Einkaufsmanagerindex. Dies signalisiert ein erfreuliches Wachstum im Schlussquartal dieses Jahres.

EZB: Leitzinsen

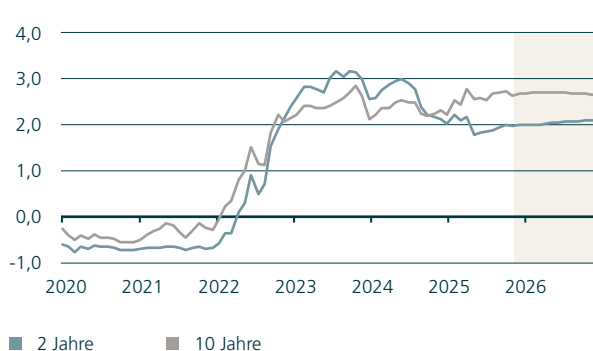
in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Der DAX ist sehr gut in die Berichtssaison für das 3. Quartal gestartet. Abgesehen von einem Sondereffekt bei einem großen Autobauer sind eigentlich alle Kennzahlen zur Berichtssaison bisher wirklich überzeugend. Trotzdem handelt der DAX seit Mai in einem Seitwärtstrend, während viele große Aktienindizes in den USA, Japan oder Asien zuletzt regelmäßig neue Rekordstände erreichten. Gründe hierfür sind die mangelnde wirtschaftliche Reformaktivität der Bundesregierung und der geringe Anteil an Profiteuren vom KI-Thema im DAX. Aktuell gibt es für internationale Anleger einfach spannendere Alternativen. Die mittel- und längerfristigen Aussichten für deutsche Aktien sind trotzdem positiv, sodass Anlegende in Schwächephase zukaufen sollten. Perspektivisch dürften die Investitionsprogramme der Bundesregierung und ggf. auch Strukturreformen unterstützen.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der 6-Monats-Prognose.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Im Oktober sind die Kreditmärkte kurz von den Zahlungsausfällen bei einigen kleinen US-Regionalbanken aufgeschreckt worden. Der iTraxx Main hatte sich um 5 auf 60 Bp und der Crossover um 20 auf 290 Bp ausgeweitet. Da aber kein systemischer Betrug vorlag, beruhigten sich die Spreads auch schnell wieder. Neuemissionen können weiterhin gut platziert werden, wenn auch nicht sämtliche Bonds im Nachhinein outperformen. Viel Aufmerksamkeit erhalten momentan sehr große Multitranchen-Emissionen von US Mega-Techfirmen. Nachdem diese Konzerne ihre immensen Investitionen zunehmend über den Kreditmarkt finanzieren, mehren sich angesichts der riesigen Investitionspläne Sorgen, ob die Märkte trotz des hohen Anlagebedarfs der Investoren diese Beträge auf Dauer verkraften können. Bisher zeichnet sich aber noch kein Stress ab.

Emerging Markets

Märkte

Die gute Entwicklung von Schwellenländeranlagen hat sich in den vergangenen Wochen fortgesetzt. Die Aktienmärkte werden weiterhin vor allem von Technologieunternehmen getrieben, wovon die drei EM-Schwergewichte China, Südkorea und Taiwan profitieren. EM-Hartwährungsanleihen wurden von Spreadeinengungen infolge der Entspannung des Handelskonflikts gestützt. Zu einer Rallye ist es bei argentinischen Staatsanleihen gekommen, weil der Wahlsieg der Partei von Präsident Milei zu neuen Reformhoffnungen geführt hat. Die Performance von EM-Lokalwährungsanleihen und EM-Aktien wurde aus Sicht europäischer Investoren zudem von der Abschwächung des Euros getrieben. Mit Blick auf die kommenden Monate sollte für Aktien das Thema Künstliche Intelligenz weiterhin positive Impulse setzen. Die Anleihemärkte werden von der Aussicht auf weitere Zinssenkungen der US-Notenbank gestützt. Allerdings hat Fed-Gouverneur Powell gewarnt, dass die nächste Senkung erst dann erfolgen dürfte, wenn der Shutdown beendet ist und wieder ausreichend aussagekräftige Daten vorliegen.

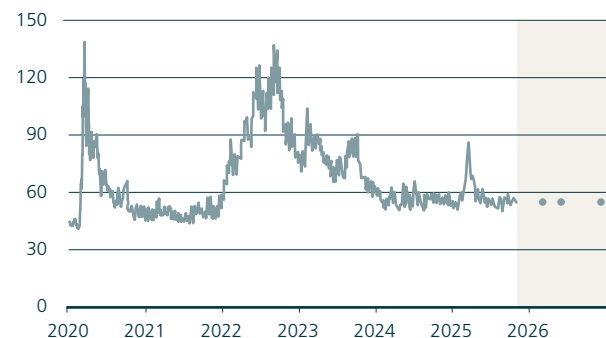
Aktienmarktprognose

	10.11.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	24 049,74	24.500	27.000	27.000
EURO STOXX 50	5.669,13	5.550	6.100	6.100
S&P 500	6.796,29	6.700	7.400	7.600
Topix	3.268,29	3.100	3.600	3.700

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

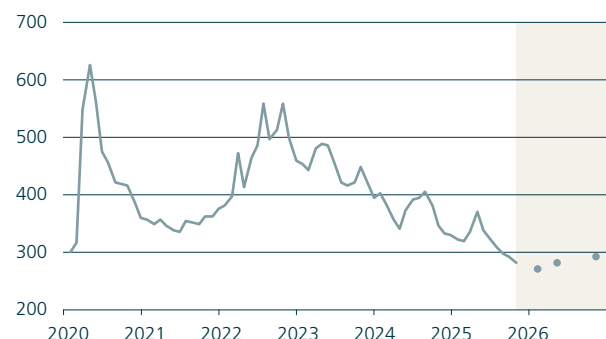
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien

Wir haben die Eintrittswahrscheinlichkeit des Basisszenarios erhöht, die Eintrittswahrscheinlichkeit der Negativszenarien gesenkt.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 80 %)

- 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. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 10%)

- 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 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 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 Staatshaushalte 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