



Makro Research

Auf der Kippe



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Es ist erstaunlich, mit welcher Gelassenheit die Märkte weiterhin auf den seit Ende Februar andauernden Krieg im Nahen Osten und die damit einhergehende faktische Sperrung der Straße von Hormus, der Hauptschlagader des globalen Öl- und Gashandels, reagieren. Dabei gibt es immer wieder Hoffnung verheißende Meldungen und Äußerungen von Politikern, die kurz darauf wieder zu relativieren sind. Die Lage im Nahen Osten erscheint weiterhin fragil. Doch erwirtschafteten die börsennotierten Unternehmen in den USA im abgelaufenen ersten Quartal ausgezeichnete Gewinnzuwächse, und die dortigen Aktienmärkte honorierten dies mit neuen Rekordhochs. Auch die europäischen Märkte zeigen sich vergleichsweise robust. An den Anleihemärkten sind die Renditen auf recht moderaten Niveaus geblieben, es wurden also keine stärkeren Inflationsanstiege eingepreist.

Eine wirkliche Beruhigung der Lage im Nahen Osten und eine Erholung der Lieferketten wird Zeit benötigen. Bislang hört man nur vereinzelt von ersten Material-

bzw. Rohstoffengpässen aufgrund der Sperrung der Straße von Hormus, beispielsweise bei Kerosin. Je länger aber der Schiffsverkehr stockt, umso spürbarer könnten die Mangelerscheinungen für die Weltwirtschaft werden. Keiner weiß genau, ob und wann die Situation kippt, aber die Sorgen nehmen zu. Die Unsicherheit plagt nicht nur die privaten Haushalte und die Unternehmen, sondern auch die Notenbanken. Käme es zu einem ausgeprägten Versorgungsengpass, wären Ölpreise von 150 US-Dollar und mehr für ein Fass Rohöl zu erwarten. Solch hohe Preise für längere Zeit könnten eine erneute Inflationswelle auslösen, der geldpolitische Handlungsbedarf stiege an. Die Europäische Zentralbank wird sehr wachsam bleiben und den Fehler von 2022 nicht wiederholen wollen. Das bedeutet, dass im Zweifelsfall hierzulande auch mit mehr als einer Leitzinserhöhung zu rechnen wäre. Dagegen wird die US-Notenbank Fed unserer Einschätzung zufolge eher mit einer geldpolitischen Lockerung auf die aktuelle Situation reagieren, nicht zuletzt, weil ihr das Verhindern einer Rezession wichtiger ist als die Vermeidung kurzzeitiger Inflationsspitzen.

Alle Hoffnungen ruhen nun auf einer baldigen Wiederaufnahme des Schiffsverkehrs in der Straße von Hormus. Sollte dies bis zum Sommer gelingen, blieben die dämpfenden Wirkungen auf das globale Wachstum aus unserer Sicht begrenzt. Mit der Auflösung des Handelsstaus würden die Energiepreise wieder zurückgehen, und dann könnte endlich auch die lang ersehnte konjunkturelle Besserung in Deutschland starten.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Der Krieg im Nahen Osten macht sich bislang durch den tatsächlichen und gefühlten Kaufkraftentzug bei den Konsumenten, durch die Kostenbelastung der Unternehmen und durch eine ungewöhnlich hohe Verunsicherung bemerkbar. Lieferengpässe, die zu Produktionsstillständen führen, sind bislang noch nicht zu verzeichnen; sie deuten sich allenfalls als eine Möglichkeit in der Zukunft an. Das erklärt auch, warum die konjunkturellen Bremswirkungen noch überschaubar sind. Je länger die Straße von Hormus gesperrt bleibt, desto wahrscheinlicher werden Lieferengpässe und damit auch Produktionsdrosselungen.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP-Prognose für 2027.

Euroland

Die europäische Wirtschaft hat im ersten Quartal 2026 die Wachstumsgeschwindigkeit aus dem Vorquartal nicht halten können. Laut Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt in Euroland im ersten Quartal 2026 nur noch um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq) gewachsen – nach einem Anstieg im Schlussquartal 2025 um 0,2 %. Es wäre aber zu einfach, den Krieg im Nahen Osten dafür verantwortlich zu machen. Denn der Blick auf die vier großen EWU-Länder lässt ein höheres Wachstum für den Euroraum insgesamt vermuten. Aber ein beachtliches Minus von 2,0 % qoq in Irland stand dem entgegen. Ein Wachstumsdämpfer für Euroland durch den Krieg in Nahost kündigt sich aber bereits an. Der Energiepreisanstieg hat die Inflationsrate im April auf 3,0 % ansteigen lassen. Dies war der höchste Wert seit Anfang 2024.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP-Prognose und Aufwärtsrevision der Inflationsprognose.

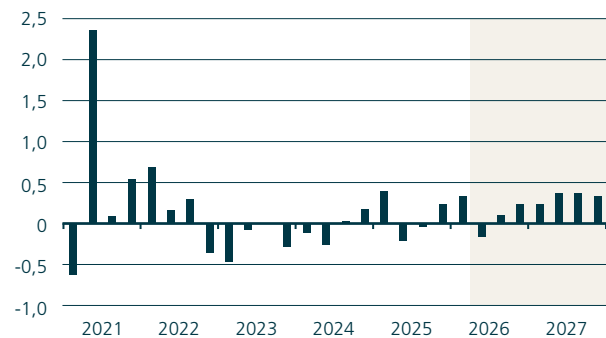
USA

Die US-Wirtschaft ist im ersten Quartal auf den ersten Blick unspektakulär um 2,0 % (qoq, ann.) gewachsen. Am auffälligsten blieb die Divergenz innerhalb der Unternehmensinvestitionen. Die KI-nahen Bereiche expandierten außergewöhnlich stark. In den übrigen Investitionsbereichen gab es zwar ebenfalls einen Anstieg, dieser glich jedoch lediglich den vorherigen Rückgang aus. Zudem wurden die KI-nahen Investitionen auch im ersten Quartal importiert, sodass der Nettoeffekt sogar leicht negativ war. Die gestiegenen Energiepreise führten bislang nicht zu einer Abschwächung der Konsumaktivität der privaten Haushalte, sondern zu einem Rückgang der Sparquote. Auch Hinweise auf eine entsprechende Verunsicherung der Unternehmen gibt es bislang kaum. Gleichwohl lag die Benzinpreisentwicklung in den ersten Maitagen über unseren Erwartungen, sodass eine leichte Anpassung unseres Inflationsausblicks erforderlich wurde.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision Inflationsprognosen 2026.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

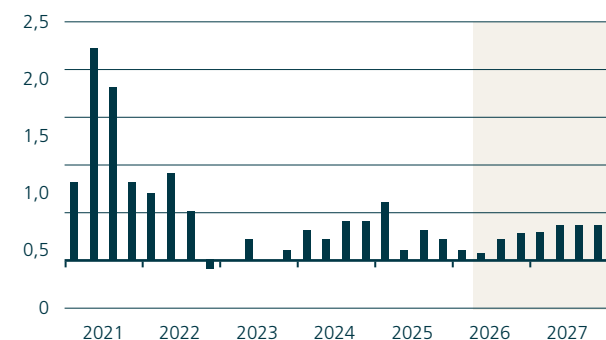
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

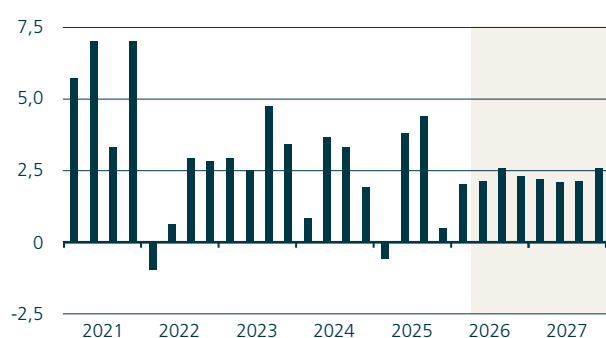
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Auf der EZB-Presskonferenz am 30. April gab Präsidentin Lagarde zu verstehen, dass eine Anhebung der Leitzinsen bei der kommenden Sitzung am 11. Juni sehr wahrscheinlich ist, sofern die Weltmarktpreise von Rohöl und Erdgas bis dahin nicht spürbar zurückgegangen sein sollten. Hintergrund dessen ist der Eindruck der Notenbanker, dass sich der mittelfristige Inflationsausblick weiter von ihrem makroökonomischen Basisszenario entfernt hat. Dies betreffe sowohl das Niveau der Energiepreise als auch die Weitergabe in die allgemeine Preisentwicklung. Dennoch betrachten wir weitere Zinsschritte in der zweiten Jahreshälfte nach wie vor nicht als vorprogrammiert. Die EZB teilt die Einschätzung, dass Angebotsschocks ein geringeres Ausmaß an geldpolitischer Straffung erfordern, und betont die negativen Effekte des Kriegs im Nahen Osten auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Sofern die Energiepreise in absehbarer Zeit zu sinken beginnen und sich Ausstrahlungseffekte auf die Kerninflation in Grenzen halten, könnte die EZB auf eine weitere Anhebung der Leitzinsen verzichten.

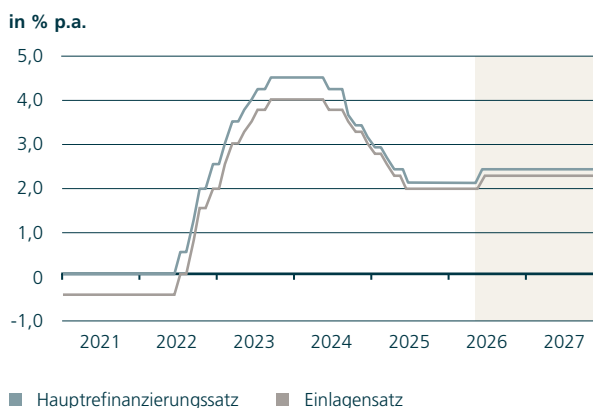
Rentenmarkt Euroland

Die Weltmarktpreise von Rohöl und Erdgas bleiben vorerst die dominierende Triebfeder der Rentenmärkte. Sollte der Konflikt im Nahen Osten in den kommenden Wochen spürbar entschärft werden und damit Aussicht auf nachhaltig niedrigere Energiepreise bestehen, würden Marktteilnehmer ihre Leitzinserwartungen deutlich zurückschrauben müssen. Dies dürfte auf weite Teile der Bundkurve ausstrahlen, zumal die längeren Laufzeitbereiche auch von wieder rückläufigen Inflationserwartungen profitieren würden. Umgekehrt sollten eine Verhärtung des Konflikts und weiter steigende Ölpreise vor allem das kurze Ende belasten. Eine stärker als erwartete Straffung durch die EZB würde die längerfristigen Inflations- und Wachstumserwartungen abnehmen lassen und sich deshalb in einer Verflachung der Bundkurve niederschlagen.

Devisenmarkt: EUR–USD

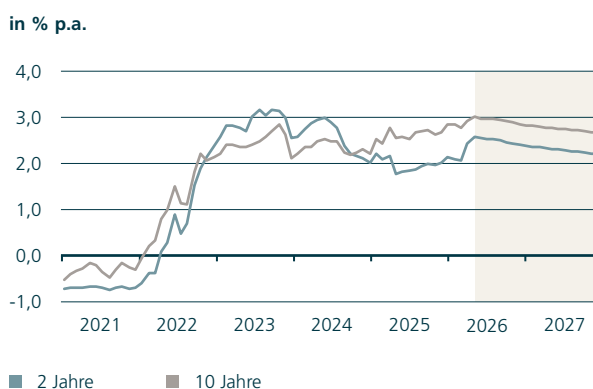
Seit Mitte April hat sich der EUR-USD-Wechselkurs um die Marke von 1,17 USD je EUR bewegt. Für den Euro ergaben sich zuletzt divergierende Einflüsse. Stützend erwiesen sich die gestiegenen Leitzinserhöhungserwartungen an die EZB, während für die Fed an den Märkten keine Leitzinsänderungen eingepreist wurden. Belastend für den Euro wirken die Risiken an den Energiemärkten, die mit der Dauer des Kriegs im Nahen Osten zunehmen. Denn der Energiepreisanstieg dürfte das Wirtschaftswachstum in Euroland – im Vergleich zu den beiden anderen großen Binnenmärkten USA und China – am deutlichsten belasten. Die Entwicklungen im Nahen Osten werden weiterhin Taktgeber für den Wechselkurs sein. Mittelfristige Ölpreisrückgänge (unser Hauptszenario) dürften den Euro stützen, während die Negativszenarien eher für einen stärkeren US-Dollar sprechen.

EZB: Leitzinsen



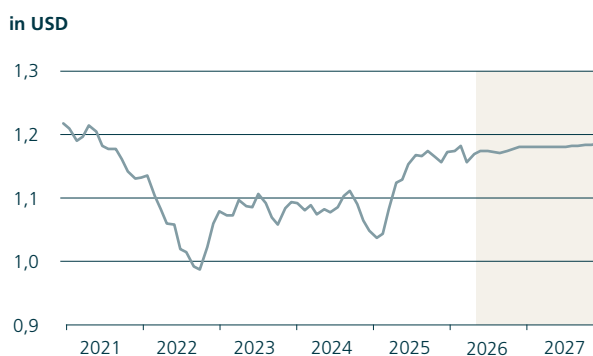
Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Die Berichtssaison für das erste Quartal startete solide. Ungeöhnlich viele Unternehmen übertrafen bisher die Gewinnprognosen der Analysten, wenngleich die aggregierte Gewinnüberraschung negativ ist. Auch bei den Umsätzen überwiegen die Enttäuschungen. Mit einem erwarteten Gewinnplus von 1,4% gegenüber dem Vorjahr und 10% für das Gesamtjahr bleibt der DAX hinter der Konkurrenz zurück. Das spiegelte die relative Performance der letzten Wochen ebenfalls wider. Gründe für schwächere die Wert- wie Gewinnentwicklung sind vor allem die geringe Gewichtung von KI-Profituren und das Fehlen von Energieaktien, welche manche Indizes unterstützten. Immerhin stabilisierten sich zuletzt die Gewinnrevisionen. Zentral für die kurzfristige Performance ist, ob die Straße von Hormus zeitnah weitgehend geöffnet wird.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der Kursprognose für 3 Monate.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

An den Kreditmärkten sind die Belastungen durch den Nahost-Krieg nahezu vollends abgeschüttelt worden. Unternehmensanleihen sowohl aus dem Investmentgrade-Bereich als auch High Yield-Bonds handeln im Spread in der Nähe der Niveaus von vor dem Kriegsausbruch. Die Berichtssaison der großen Unternehmen zum ersten Quartal unterstützt den Markt. Doch während die bisherigen Ergebnisse in den USA sehr stark waren, fielen Umsätze und Gewinne in Europa eher gemischt aus. Dennoch sind die Gewinnerwartungen der Marktteilnehmer für das Gesamtjahr weiterhin sehr optimistisch. Aufgrund der laufenden Berichtssaison und wegen der Verunsicherung durch den Krieg ist die Neuemissionspipeline im April im Volumen etwas zurückgefallen, die angebotenen Anleihen werden aber sehr gut aufgenommen.

Emerging Markets

Märkte

Die Stimmung an den Schwellenländermärkten war in den vergangenen Wochen gut und wurde durch die jüngsten Zeichen einer Entspannung im Nahen Osten zusätzlich gestützt. Dies gilt besonders für den Aktienmarkt, der weiterhin ganz wesentlich vom Boom der Halbleiterproduzenten in Taiwan und Südkorea getrieben wird. Auch EM-Hartwährungsanleihen haben sich gut entwickelt, weil sich die Risikoprämien nach der Verkündung eines Waffenstillstands im Nahostkrieg eingeeengt haben. Das Bild für die kommenden Monate ist gemischt: Es ist bislang kein Ende der sehr hohen Nachfrage nach Halbleitern abzusehen, sodass das Umfeld für die Aktienmärkte Taiwans und Südkoreas gut bleibt. Die Kursdynamik der vergangenen Monate erscheint allerdings nicht nachhaltig. Die globalen Rentenmärkte sind seit Beginn des Nahostkriegs wegen zunehmender Inflationssorgen etwas unter Druck geraten. Mit einer Öffnung der Straße von Hormus würde sich hier die Stimmung wohl wieder drehen. Die Risikoprämien von EM-Hartwährungsanleihen haben sich dagegen mittlerweile so stark eingeeengt, dass wir hier ein moderates Korrekturpotenzial sehen.

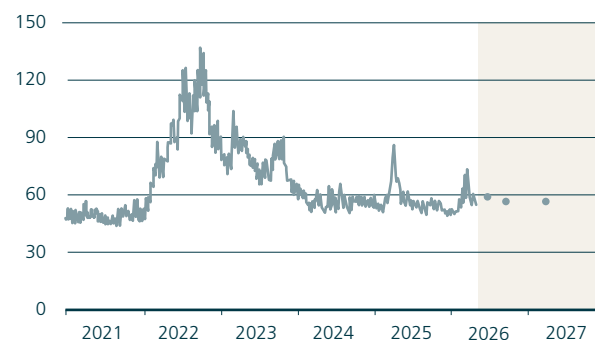
Aktienmarktprognose

	11.05.2026	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	24.918,69	26.000	25.500	26.500
EURO STOXX 50	6.027,13	6.150	6.200	6.450
S&P 500	7.365,12	7.400	7.600	7.700
Topix	3.728,73	4.000	4.100	4.200

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, die Eintrittswahrscheinlichkeit des Basisszenarios reduziert und die des Risikoszenarios erhöht.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Beruhigung im Nahost-Konflikt in absehbarer Zeit, Schifffahrt durch Straße von Hormus kommt bis zum Sommer wieder in Gang, Normalisierung – insbesondere bei der Versorgung mit Energierohstoffen – erfolgt erst im späten Verlauf von 2026. Dauerhaft höhere Energiepreise als vor dem Konflikt.
- Ausgelöst durch die geopolitischen, technologischen und demografischen Veränderungen durchläuft die Weltwirtschaft einen tiefen strukturellen Wandel.
- Negative Effekte der neuen Geoökonomie auf die Weltwirtschaft werden durch erhöhte Investitionsaktivität ausgeglichen. Der hieraus resultierende Technologiewettbewerb befeuert die ökonomische Aktivität. Globales Wachstum bleibt bis 2027 bei rund 3 % pro Jahr.
- Erratische Politik der US-Regierung mit Zollerhöhungen und weniger 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 achten auf Verankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 %. EZB erhöht Leitzinsen um 25 Basispunkte, um Inflationsrisiken zu begegnen. Fed senkt Leitzinsen bis Ende 2026 um insgesamt 50 Basispunkte.
- Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- In China begrenzen der verstärkte Protektionismus, die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Große geopolitische Unsicherheit kann jederzeit für erhöhte Schwankungen an den Märkten sorgen.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum, vom digitalen und nachhaltigen Umbau der Wirtschaft und 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.

■ Negativszenarien (Wahrscheinlichkeit: 25%)

- Kämpfe im Nahen Osten eskalieren erneut und weiten sich dramatisch aus. Dem Iran gelingt es, die Schifffahrt durch die Straße von Hormus für längere Zeit zu unterbinden und Ölförder- oder -exportanlagen in der Region systematisch auszuschalten.
- USA, China und Russland richten ihre Politik völlig neu aus: Das Völkerrecht tritt in den Hintergrund. Aufspaltung der Welt in zwei Blöcke. Reine Machtpolitik mit „imperialistischen Militärationen“.
- Einführung massiver Handelsbeschränkungen durch die USA und entsprechende Gegenreaktionen führen zu einem globalen Handelskrieg.
- Politisierung wichtiger US-Institutionen wie der Notenbank Fed führt zu starker Verunsicherung und Vertrauensverlust an den Märkten.
- Stark steigende Staatsverschuldung löst Schuldenkrise bzw. sogar Finanzkrise aus.
- Deutlich höhere Inflationsraten wegen umfassender protektionistischer Maßnahmen oder wegen spürbar steigender Staatsschulden lösen Lohn-Preis-Spirale aus. Daraus resultierende geldpolitische Straffung führt zu einer massiven Rezession.
- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung.

■ 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.
- Digitale Technologien führen zu kräftigen Produktivitätssteigerungen und wirken damit als Gewinnstreiber für die Unternehmen mit der Folge spürbar steigender Aktienkurse und Investitionen.
- 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