



## Makro Research

# Neuvermessung der Welt mit dem Zollstock



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Die zweite Amtszeit von US-Präsident Trump hat mit einer Vielzahl von Dekreten begonnen, die nahezu irrelevant für die Kapitalmärkte waren. Nun jedoch widmet sich die neue US-Regierung den schon lange angedrohten Zöllen. Diese neue Vermessung der Welt in Bezug auf Handelsströme mit Auswirkungen auf Inflation und Bruttoinlandsprodukt hat spürbare Kapitalmarktrelevanz. Freilich nur dann, wenn auf die Ankündigungen auch tatsächliche Zollerhöhungen in nennenswertem Umfang folgen. Wichtig ist dabei zudem, ob die Marktteilnehmer erwarten, dass die Zölle längere Zeit hoch bleiben, und ob die Zollschranken gegebenenfalls durch Gegenmaßnahmen der betroffenen Länder sogar weiter angehoben werden.

Doch aktuell sind die Anfang Februar angekündigten Zollerhöhungen gegenüber Kanada und Mexiko zunächst verschoben, wenn nicht sogar aufgehoben worden. Die verbliebenen Zollerhebungen gegenüber China sind mit zehn Prozentpunkten nicht übermäßig hoch, sodass die chinesische Seite noch recht maßvoll reagierte. Insgesamt haben die Kapitalmärkte moderat auf diesen ersten Zollschatzabtausch reagiert. Tatsächlich scheint die Diktion weiter vorzuherrschen, dass US-Präsident Trump Zölle weniger ideologisch betrachte, sondern vielmehr als Faustpfand für andere Forderungen nutze und ein mithin desaströser globaler Handelskrieg ausbleibe.

Grundsätzlich ist die politische Achterbahnfahrt an den Finanzmärkten für dieses Jahr eröffnet. Eine erhöhte Volatilität aufgrund der neuen US-Politik war zu erwarten. Wir sind jedoch weiterhin zuversichtlich, dass das Kapitalmarktjahr 2025 ein erfolgreiches Jahr wird und die Zollthematik wieder in den Hintergrund treten wird. Allerdings darf das Risiko eines Unfalls auf der Handelsautobahn nicht außer Acht gelassen werden. Die Notenbanken und die Kapitalmärkte werden aufmerksam beobachten, was sich diesbezüglich politisch tut, und entsprechend reagieren.

# Konjunktur Industrieländer

## Deutschland

Die wirtschaftliche Entwicklung im Schlussquartal 2024 war schlechter als vom Statistischen Bundesamt bei der Schnellschätzung im Januar angedeutet. Das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte im Vorquartalsvergleich um 0,2%. Der Start in das neue Jahr verspricht nicht viel mehr Dynamik, zumal die anstehende Bundestagswahl und die zunehmenden Divergenzen der Parteien der Mitte eine Koalitionsbildung erschweren. Auch die erratische Zollpolitik Donald Trumps lässt die Unsicherheit ansteigen. Dass eine Zolldebatte für die EU kommen wird, steht außer Frage. Letztlich geht es um das Ausmaß möglicher Zölle und – was weitaus wichtiger ist –, ob sie möglicherweise wie im Fall Kanadas und Mexikos vorwiegend Verhandlungsmasse und damit nur temporärer Natur sind.

**Prognoserevision:** Leichte Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts und der Inflation für 2025.

## Euroland

Die wirtschaftliche Entwicklung in Euroland war zum Jahresabschluss schwach. Das Bruttoinlandsprodukt konnte nach der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat kein Wachstum vorweisen, sondern stagnierte im vierten Quartal 2024. Unter den vier großen EWU-Ländern waren die Wachstumsunterschiede weiterhin groß. Spanien lag mit einem Plus von 0,8% im Vergleich zum Vorquartal (qoq) erneut an der Spitze. Die rote Laterne trug Deutschland mit einer Schrumpfung der Wirtschaftsleistung um 0,2% qoq. Dazwischen reihten sich Italien (0,0% qoq) und Frankreich (-0,1% qoq) ein. Der europäische Arbeitsmarkt ist weiter von Vollbeschäftigung geprägt. Die Arbeitslosenquote lag im Dezember mit 6,3% nur knapp über dem Allzeittief aus dem Vormonat.

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

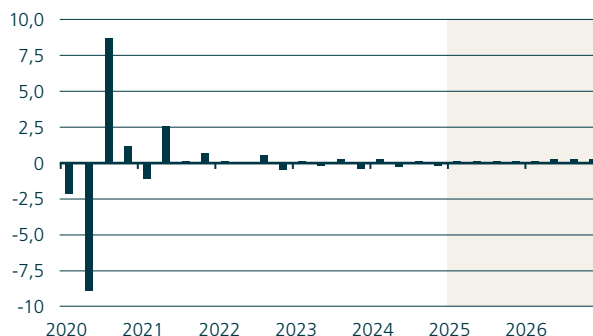
## USA

Das Bruttoinlandsprodukt ist im vierten Quartal vergangenen Jahres um 2,3% gegenüber dem Vorquartal und auf das Gesamtjahr hochgerechnet angestiegen. Besonders das kräftige Konsumwachstum und die schwache Investitionsentwicklung waren auffällig. Von den überraschend niedrigen Lagerinvestitionen dürfte der Jahresstart 2025 profitieren. Ab Februar gibt es nun für importierte Güter aus China einen Zollaufschlag um 10 Prozentpunkte. Dies ist etwas früher als, aber nur halb so hoch wie von uns bislang unterstellt. Wir gehen davon aus, dass zeitverzögert eine weitere Zollanhebung folgen wird. Die Zölle gegenüber Kanada und Mexiko wurden noch vor ihrem Inkrafttreten für einen Monat ausgesetzt und sind weiterhin nicht Bestandteil unserer Prognosen.

**Prognoserevision:** Aufwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts sowie der Inflationsprognose 2025.

## Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

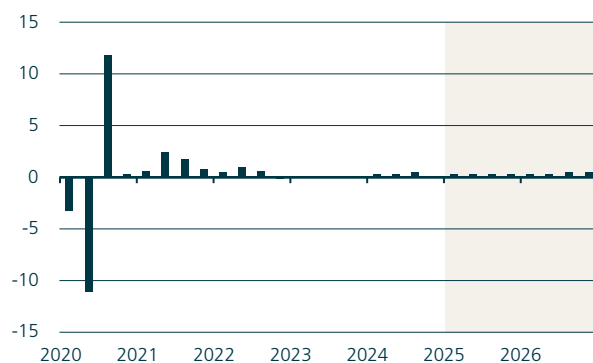
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Euroland: Bruttoinlandsprodukt

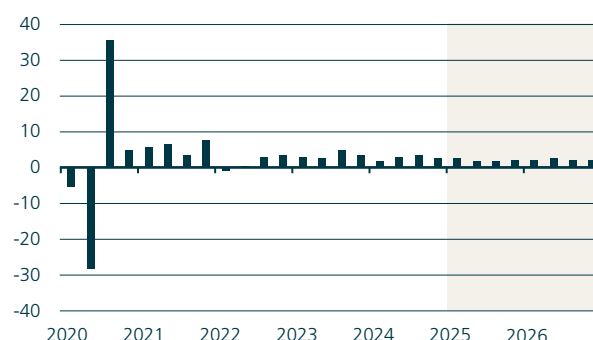
in % ggü. Vorquartal (sb)



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 im Januar unterstrich die EZB ihre Erwartung, dass ein in diesem Jahr nachlassender Lohn- druck zu einer dauerhaften Konvergenz auf das Inflations- ziel führen wird. Sie stellte deshalb eine weitere Lockerung in Aussicht, deutete dabei allerdings nicht an, bis in den expansiven Bereich vorstoßen zu wollen. Eine erneute Sen- kung bei der nächsten Ratssitzung im März dürfte unter den Mitgliedern weitgehend unstrittig sein. Danach könn- ten unterschiedliche Einschätzungen über den Restriktions- grad der Geldpolitik aber ein langsames Vorgehen zur Folge haben, mit weiteren Zinsschritten erst im Juni und September. Die EZB hält sich nach wie vor bedeckt darüber, wie sie auf eine Eskalation der Handelsstreitigkeiten mit den USA reagieren würde. Denn die Implikationen für die Inflation im Euroraum hängen von vielen Details ab und sind daher in ihrer Summe nicht eindeutig. Vor diesem Hin- tergrund müssten die Anzeichen für eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums sehr deutlich sein, um die EZB zu einer stärkeren Lockerung ihrer Geldpolitik zu bewegen.

### Rentenmarkt Euroland

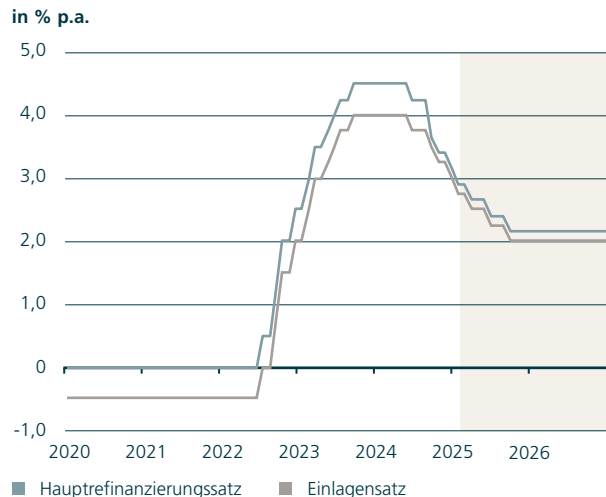
Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die EZB den Einla- gensatz in den kommenden Monaten auf 2,0% reduzieren wird. Dennoch könnten die Renditen kurzlaufender Bundes- anleihen vorübergehend unter dieses Niveau fallen, da auf- grund des schwachen konjunkturellen Umfelds und schwelen- der globaler Handelskonflikte die Risiken asymmetrisch in Richtung einer stärkeren Lockerung verteilt sind. Am langen Ende der Bundkurve bleiben die hohen Renditen langlaufen- der US-Treasuries und die Sorge der Anleger vor stark anwach- senden Staatsanleiheemissionen auch in Deutschland und im Euroraum Belastungsfaktoren. Auf etwas längere Sicht sollte eine nachlassende wirtschaftspolitische Unsicherheit dies- und jenseits des Atlantiks aber zu etwas geringeren Laufzeitprämi- en und damit zu einer Verflachung der Bundkurve führen.

**Prognoserevision:** Etwas niedrigere Renditen v. a. in den kurzen Laufzeiten.

### Devisenmarkt: EUR–USD

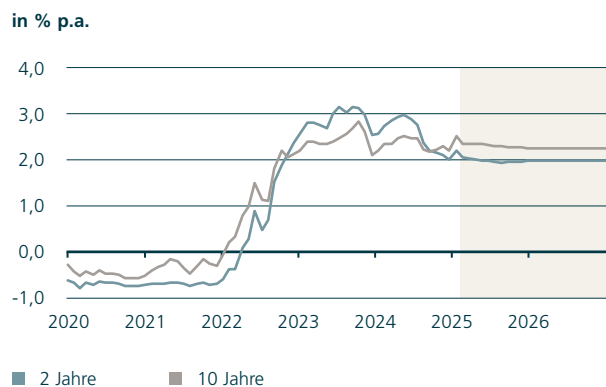
Seit Jahresanfang bewegte sich der EUR-USD-Wechselkurs zwischen 1,02 und 1,05 USD je EUR. Mitte Januar erreichte er gar ein Zweijahrestief von 1,0198. Starke US-Arbeits- marktdata für Dezember zusammen mit Trumps Zolldro- hungen (bereits vor seiner Amtseinführung am 20. Januar) haben den US-Dollar gestärkt. Nun beherrscht Trumps unvorhersehbare Zollpolitik den Ausblick. Anfang Februar hat das Aussetzen der zuvor angekündigten Zölle gegen Kanada und Mexiko (für 30 Tage) für ein kleines Aufatmen beim Euro gesorgt. So tendierte der Wechselkurs wieder auf- wärts in Richtung der Marke von 1,04, nachdem er zuvor auf 1,02 USD je EUR abgetaucht war. Mit mehr Auftrieb für den Wechselkurs ist vorerst aber nicht zu rechnen. Denn abgesehen von den angedrohten US-Zöllen gegen die EU hat der Euro weiterhin auch „hausgemachte“ Belastungen zu verarbeiten.

### EZB: Leitzinsen



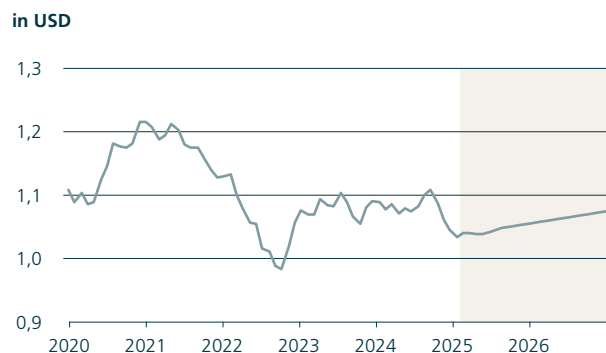
Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

### Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

### Wechselkurs EUR – USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarkt Deutschland

Der DAX startete hervorragend in das neue Jahr und lag zeitweilig bereits über 9% im Plus. Damit war er einer der weltweit stärksten Indizes, trotz der bekannten Probleme des Standortes Deutschland. Treiber waren Hoffnungen auf Reformen nach der Bundestagswahl, die zuvor geringe Positionierung sowie einige verbesserte Konjunkturindikatoren. Zudem unterstützten einige Einzeltitel, unter anderem dank starker Quartalszahlen. Kurzfristig stehen vor allem die US-Zollrisiken im Fokus der Märkte. Sollte US-Präsident Trump für die EU neue Zölle erheben, könnte das kurzfristig belasten. Allerdings dürfte es nach einer Verhandlungsphase dann auch zu einer einvernehmlichen Einigung kommen. Nach dem starken Jahresauftakt und klar über 20% Kursplus in den letzten sechs Monaten ist der DAX kurzfristig anfälliger für Gewinnmitnahmen. Etwaige Schwächephasen bieten sich aufgrund langfristig guter Aussichten, moderater Bewertungen und solider Dividendenrenditen für Zukäufe an.

**Prognoserevision:** Anpassungen bei den 3- und 6-Monatsprognosen

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

Unternehmensanleihen sind erfolgreich ins neue Jahr gestartet. Neuemissionen sind mit hohem Tempo aufgelegt worden und stießen dabei auf eine starke Nachfrage. Viele Anleihen blieben auch im Sekundärmarkt gesucht und konnten sich teils deutlich im Spread verringern. Bei einigen der jüngsten Emissionen sind die Spreads aber anscheinend im Zeichnungsverlauf zu stark reduziert worden, sodass kein Platz mehr für eine gute Performance im freien Handel blieb. Die Spreads halten sich auf niedrigem Niveau, können aber nicht den starken Aktienmärkten folgen. Die Berichtssaison zum vierten Quartal 2024 dürfte für große europäische Unternehmen nochmals rückläufige Gewinnzahlen mit sich bringen. Die Markterwartungen sind aber bereits deutlich reduziert worden, sodass wir trotz Gewinnrückgängen mit positiven Überraschungen rechnen.

## Emerging Markets

### Märkte

Trotz der Sorgen um eine neue Welle des Protektionismus sind Schwellenländeranleihen gut in das neue Jahr gestartet. Hohe Kupons und leicht rückläufige Renditen haben sowohl Lokal- als auch Hartwährungsanleihen gestützt. Lokalwährungsanleihen profitierten zudem von Währungsgewinnen insbesondere lateinamerikanischer Währungen, die zuvor stark unter Druck geraten waren. EM-Aktien entwickelten sich erneut schwächer als der MSCI-World, was einmal mehr vor allem auf die schwache Entwicklung des chinesischen Marktes zurückzuführen war. Die Unsicherheit hinsichtlich der US-Zollpolitik dürfte im weiteren Jahresverlauf anhalten, doch dürfte der Protektionismus die Weltwirtschaft nicht in eine Rezession stürzen. Die bestehenden Konjunkturrisiken dürften aber helfen, die Zinssenkungserwartungen für die meisten Länder intakt zu halten, auch wenn der Raum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik in den USA begrenzt erscheint. In Brasilien sieht sich die Notenbank zu einer deutlichen Straffung der Geldpolitik gezwungen, nachdem sich dort Inflation, Inflationserwartungen und Fiskalpolitik in die falsche Richtung entwickelt haben.

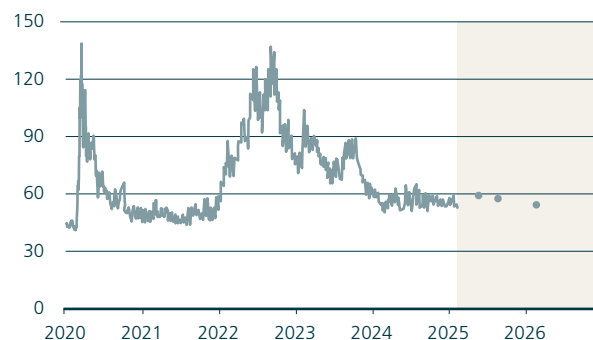
## Aktienmarktprognose

	10.02.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	21.585,93	20.500	21.500	21.800
<b>EURO STOXX 50</b>	5.271,12	5.000	5.150	5.150
<b>S&amp;P 500</b>	6.061,48	6.200	6.400	6.500
<b>Topix</b>	2.745,41	2.850	2.900	3.000

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe

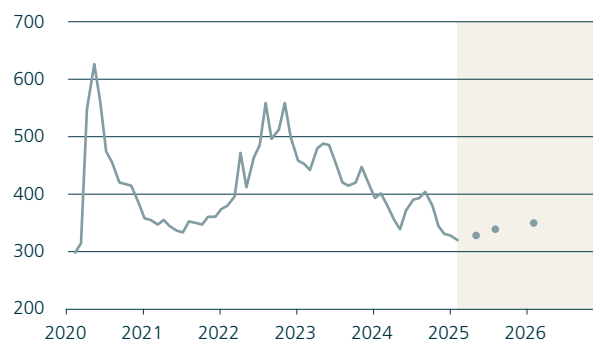
### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread

### Basispunkte



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

## Szenarien

Wir haben unsere Szenarien sowie deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert gelassen.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Anpassungen nach der Ausnahmesituation durch die Corona-Pandemie und der langen Jahre der Nullzinspolitik verlaufen überraschend geschmeidig. Weltwirtschaft wächst mit durchschnittlich rund 3 % pro Jahr.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung erhöhen perspektivisch den Inflationsdruck und dämpfen das globale Wachstum.
- 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.
- Regierungswechsel in den USA und Bruch der Ampelkoalition in Deutschland erhöhen politische Unsicherheit, haben aber kurzfristig nur begrenzte Auswirkungen auf die Konjunktur.
- Leichte konjunkturelle Belebung in Euroland. US-Wirtschaft zeigt sich robust.
- In China begrenzen die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Stark steigende Staatsverschuldung – insbesondere in Frankreich – löst eine europäische Schuldenkrise aus und birgt das Risiko einer Finanzkrise bzw. eines erneuten Infragestellens der europäischen Währungsunion.
- Einführung neuer Handelsbeschränkungen durch die USA führt zu einem Handelskrieg mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- 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 geopolitischen 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](mailto:service@deka.de)  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)