



Makro Research

Veränderungen als Chance nutzen



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Die Finanzmärkte hatten in letzter Zeit viele Neuigkeiten aus der Politik zu verarbeiten. Das hat teilweise zu massiven Kursbewegungen an den Wertpapiermärkten geführt. Die Ursachen dafür lieferte der seit Januar amtierende US-Präsident. Die Zollankündigungen und -anhebungen der USA gegenüber ihren drei wichtigsten Handelspartnern Kanada, Mexiko und China fließen nun in unsere Prognosen ein. Das dämpft die Wachstumsperspektiven für die USA und ihre wichtigen Handelspartner. Nicht alle Zollerhöhungen werden von Dauer sein, aber die fortwährenden Drohungen aus dem Weißen Haus verunsichern die Unternehmen und die Privathaushalte und bremsen damit die konjunkturelle Dynamik in vielen Ländern.

Auch die militärischen Beziehungen zwischen den USA und Europa verändern sich zurzeit mit rasender

Geschwindigkeit – und damit die Sicherheitslage in Europa. Diese säkulare Veränderung birgt neue Perspektiven, nicht zuletzt mit Blick auf die Einigkeit und Unabhängigkeit Europas. Die Reaktion der Europäer einschließlich der Politik in Deutschland ist bemerkenswert. Aufrüstung steht nun ganz oben auf der politischen Agenda. Dafür sollen finanzielle Mittel in enormer Höhe bereitgestellt werden. In Deutschland stehen die Anpassung der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben sowie ein Sondervermögen für Infrastruktur auf der Agenda. Hieraus kann ein beträchtlicher konjunktureller Impuls abgeleitet werden. An den Aktienmärkten bedeutet dies eine Fortsetzung der Umschichtungen weg von den USA hin zu Europa. Die Rentenmärkte hingegen haben verschnupft reagiert. Die Aussicht auf eine deutlich höhere staatliche Schuldenaufnahme in Europa hat die Anleiherenditen sprunghaft nach oben getrieben. Derweil ist der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich stärker geworden und dürfte noch etwas weiter aufwerten.

Die erratischen und auch widersprüchlichen Aktionen der US-Regierung bergen viel Potenzial für erhebliche kurzfristige Marktreaktionen. Die Kursschwankungen an den Kapitalmärkten dürften deshalb hoch bleiben. Zugleich kann es jederzeit zu Verhandlungen und Einigungen vor allem bei den Zöllen kommen, die positive Gegenbewegungen an den Märkten auslösen würden.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Donald Trump erhöht die Zölle, setzt sie wieder aus und droht weiter. Gleichzeitig wachsen die Sorgen, dass die USA nicht mehr der treue Bündnispartner sind, der sie über Jahrzehnte hinweg waren. All das verunsichert die Unternehmen und lastet auf der Stimmung. Doch mit der Entscheidung, massiv in die Verteidigung zu investieren und ein Sondervermögen für Infrastrukturmaßnahmen aufzulegen, kehrt wieder mehr Zuversicht ein. Vor allem aber stellen beide Maßnahmen über die nächsten Jahre hinweg einen massiven positiven Konjunkturimpuls dar. Die Schuldenstandsquote wird ansteigen, doch dank der soliden Haushaltspolitik der Vorjahre ist das verkraftbar.

Prognoserevision: Deutliche Aufwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts für 2026.

Euroland

Im ersten Quartal 2025 ist nicht mit einem spürbaren Anstieg der konjunkturellen Dynamik in Euroland zu rechnen. Die Frühindikatoren deuten zwar eine Stimmungsaufhellung bei den Unternehmen und Haushalten an. Diese bleibt aber verhalten und zeigt darüber hinaus einen weiterhin schwächelnden europäischen Industriesektor. Die Inflationsrate verharrte trotz eines leichten Rückgangs von 2,5 % im Vormonat auf 2,4 % im Februar über der Zielinflation der Europäischen Zentralbank von 2 %. Dabei gab es von den Energiepreisen mit einem nur leichten Plus von 0,2 % eine Entlastung für die Gesamtinflation und von den Dienstleistungspreisen mit einem Plus von 3,7 % eine deutliche Belastung.

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

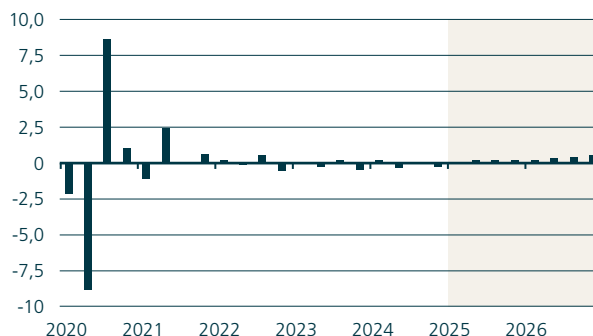
USA

Die zollbedingte Verunsicherung von Unternehmen und Konsumenten hat spürbar zugenommen. Bislang halten sich die Konsequenzen für die wirtschaftliche Aktivität allerdings in Grenzen. Sofern nun tatsächlich deutlich höhere Zölle für einen großen Teil der aus Kanada und Mexiko importierten Güter erhoben werden, dürfte die Inflationsrate wieder ansteigen. Der damit verbundene Kaufkraftverlust wird insbesondere die Konsumaktivität im zweiten Quartal belasten. Wir gehen zwar von einer zeitlichen Befristung dieser Zölle von drei Monaten aus. Aber auch dies reicht bereits aus, um die konjunkturelle Dynamik zu bremsen und die US-Wirtschaft in den Bereich eines Soft-Landing-Szenarios zu führen.

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

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

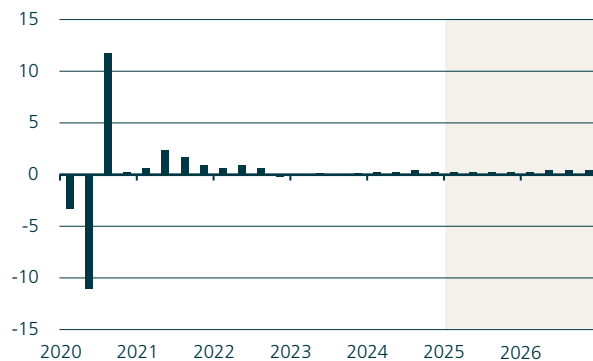
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

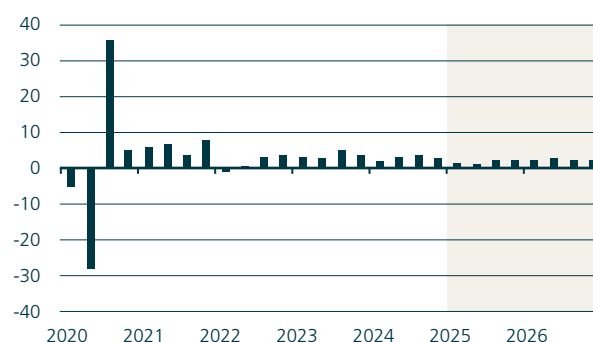
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Die EZB hat bei ihrer Ratssitzung im März das erste handfeste Signal dafür geliefert, dass die Senkung der Leitzinsen in ihre finale Phase eintritt, indem sie ihre Geldpolitik als mittlerweile erheblich weniger restriktiv bezeichnete. Präsidentin Lagarde betonte zugleich die Unsicherheit, die von der US-Handelspolitik wie auch von den erhöhten Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung in Europa ausgeht. Insofern halten wir es für wahrscheinlich, dass die EZB die Leitzinsen im April zu nächst unverändert lässt, um die Aussichten für Wirtschaftswachstum und Inflation sowie den Restriktionsgrad der Geldpolitik neu einzuschätzen. Anschließend erwarten wir zwei weitere Zinsschritte im Juni und im September. Bisher lässt die EZB keine Neigung erkennen, Abstriche beim Bilanzabbau des Eurosystems zu machen, um dem Anstieg der Renditen langlaufender Staatsanleihen entgegenzuwirken. Unseres Erachtens ist sie eher bereit, die Senkung des Einlagensatzes bis auf 2 % fortzusetzen, obwohl die Gefahr eines Unterschreitens des Inflationsziels zuletzt abgenommen hat.

Rentenmarkt Euroland

Die Anleger hatten sich zwar bereits auf steigende Staatsanleiheemissionen eingestellt. Die Ankündigung zusätzlicher Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur übertraf das antizipierte Ausmaß jedoch bei weitem und belastete die Rentenmärkte daher erheblich. Wir gehen davon aus, dass die noch folgenden Leitzinssenkungen der EZB in den kommenden Monaten zu wieder etwas niedrigeren Renditen kurzlaufender Bundesanleihen führen werden. In den längeren Laufzeitbereichen erwarten wir mittelfristig ebenfalls einen Renditerückgang. Zwar führt der Anstieg der Staatsverschuldung zu einer permanenten Ausweitung der Laufzeitprämien. Die langfristigen Inflationserwartungen dürften mit der Zeit jedoch wieder in Richtung 2 % abnehmen. Damit einhergehend erwarten wir auf längere Sicht eine etwas weniger steile Bundkurve.

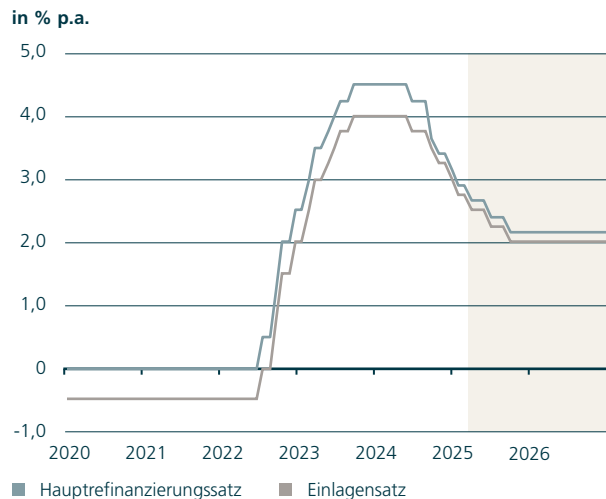
Prognoserevision: Höhere Renditen bei steilerer Bundkurve.

Devisenmarkt: EUR–USD

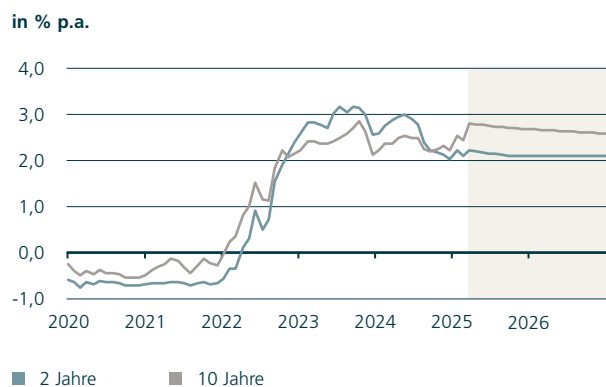
Auf einmal waren sie da – die positiven Impulse für den Euro. Anfang März ist der EUR-USD-Wechselkurs von 1,04 auf 1,08 USD je EUR sprunghaft angestiegen. Grund dafür waren fundamentale Änderungen im Euro-Ausblick: Deutschland steuert nach den Neuwahlen auf eine zügige Regierungsbildung zu und hat große Sondervermögen für Verteidigung und Infrastruktur avisiert, nachdem Trump in Bezug auf die Verteidigung Europas und die Ukraine einen Kurswechsel vornahm. Auch die übrigen EU-Länder haben sich schnell auf höhere Verteidigungsausgaben geeinigt. Damit verbessern sich die Wachstumsperspektiven Eurolands. Zugleich belastet Trumps Zollpolitik bereits nach kurzer Zeit die US-Wirtschaft, und der US-Zinsvorsprung bildet sich zurück. Die Zeichen für eine weitere, langsame Euroaufwertung stehen weiterhin gut – inklusive Turbulenzen.

Prognoserevision: Verschiebung des Prognoseverlaufs nach oben.

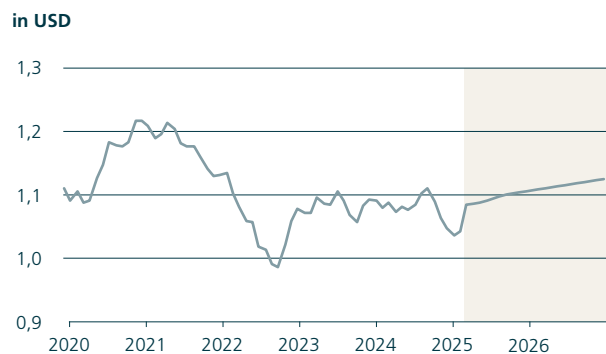
EZB: Leitzinsen



Bundesanleihen: Renditen



Wechselkurs EUR – USD



Aktienmarkt Deutschland

Deutsche Aktien setzten im Februar und Anfang März ihre Hausse fort und lagen zeitweise im laufenden Jahr über 16 % im Plus. Dabei half die Rationalität der Märkte, wodurch aus eigentlich negativen Entwicklungen wie der Abkehr von US-Präsident Trump von der Ukraine letztlich positive für die Aktienmärkte wurden. Denn entsprechend stärker ist die EU gefordert, insbesondere Deutschland als bisher sehr sparsames Land mit dem größten Potenzial für massive Investitionen in die bisher unterentwickelte Infrastruktur sowie die Verteidigungsfähigkeit. Die gigantischen im Raum stehenden Summen von bis zu 1.000 Mrd. Euro über mehrere Jahre alleine durch Deutschland dürften die Konjunktur ankurbeln und bei zahlreichen börsennotierten Unternehmen zu steigenden Aufträgen und damit höheren Gewinnen führen. In diesem Umfeld zeichnet sich für Deutschland ebenso wie für die EU eine nennenswerte Deregulierung ab, wodurch die Kosten der Unternehmen sinken werden. Hinzu kam eine erfreuliche Entwicklung der Quartalsberichtssaison, in der die Prognosen bisher deutlich übertroffen wurden.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der Prognosen für alle Zeiträume.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Europäische Unternehmen leiden einerseits unter den Zollandrohungen durch US-Präsident Trump, profitieren aber andererseits von der Aufbruchstimmung wegen der enormen Investitionsprogramme für Rüstungs- und Infrastrukturvorhaben durch die Bundesregierung. Bereits die abgelaufene Geschäftsberichtssaison für das vierte Quartal 2024 hat positiv überrascht. Zwar waren die Gewinne noch überwiegend rückläufig, fielen jedoch deutlich besser als im Vorquartal und auch besser als erwartet aus, insbesondere für viele DAX-Konzerne. Mit den angekündigten massiven Investitionsprogrammen dürfte sich die Stimmung bei den Unternehmen und bei den Anlegern weiter spürbar bessern. Das Neuemissionsgeschäft läuft weiterhin sehr erfolgreich, Kassa-Anleihen bleiben trotz bereits niedriger Risikoaufschläge gefragt.

Emerging Markets

Märkte

Der starke Euro hat in den vergangenen Wochen das Ergebnis von Fremdwährungsanlagen belastet. Die gute Entwicklung des chinesischen Aktienmarkts, gestützt von Erfolgen im Bereich der Künstlichen Intelligenz, schlägt sich bei europäischen Investoren daher nicht in einem guten Ergebnis des MSCI-EM nieder. Auch EM-Lokalwährungsanleihen hatten trotz einer weitgehend stabilen Renditeentwicklung Verluste zu verzeichnen. Währungsgesicherte EM-Hartwährungsanleihen liegen innerhalb der Schwellenländeranlagen daher in den vergangenen Wochen und seit Jahresbeginn deutlich vorne. Wir erwarten, dass die Euro-Stärke noch anhält. Gleichzeitig dürfte die Sorge um eine weitere Verschärfung des Protektionismus auf dem Konjunkturausblick für Schwellenländer lasten. Auch in den USA haben die Konjunktursorgen zugenommen, was in der Breite für eher rückläufige Renditen spricht. Bei EM-Hartwährungsanleihen dürften sich die Risikoaufschläge etwas ausweiten. In China könnte die Technologie-Euphorie zwar anhalten, doch die Zuspitzung des Handelskonflikt mit den USA wird wohl die Stimmung am Aktienmarkt dämpfen.

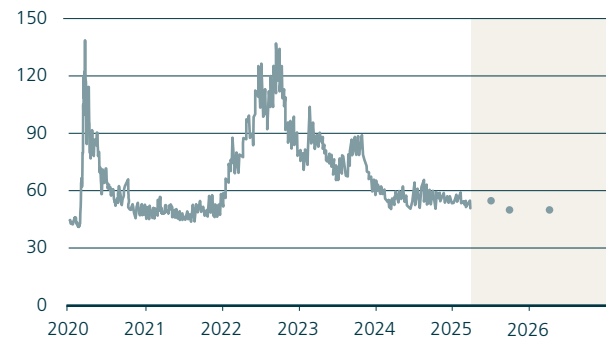
Aktienmarktprognose

	11.03.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	23.008,94	23.500	22.500	24.500
EURO STOXX 50	5.468,4	5.400	5.350	5.700
S&P 500	5.770,20	6.000	6.000	6.150
Topix	2.708,59	2.850	2.900	3.000

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

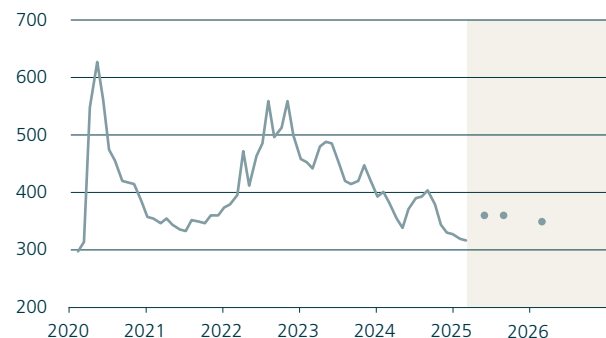
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien überarbeitet, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Weltwirtschaft wächst mit durchschnittlich 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.
- Aussicht auf stabile Regierung in Deutschland und geplante umfangreiche Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur stärken 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 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: 25 %)

- 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.
- 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