

Makro Research

US-Zollzug nimmt Fahrt auf



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Mit der Ankündigung von umfassenden und faktisch alle Handelspartner betreffenden Zollerhöhungen hat die US-Regierung am 2. April bestätigt, dass Zölle inzwischen ein integraler Bestandteil ihrer wirtschaftspolitischen Agenda sind. Zwar dienen Zölle weiterhin auch als Verhandlungsmasse für Vereinbarungen mit einzelnen Ländern. Letztendlich steckt aber hinter der neuen US-Handelspolitik eine Strategie, bei der die Re-Industrialisierung der US-Volkswirtschaft und zusätzliche Zolleinnahmen die wichtigsten Rollen spielen. Es wird weiter an der Protektionismus-Spirale gedreht, der Welthandel wird unübersichtlicher, die Verunsicherung steigt.

Kurzfristig überwiegen für die US-Volkswirtschaft die negativen Effekte der Zölle. Absehbar höhere Inflations-

raten lassen die Notenbank Fed langsamer die Zinsen senken. Spürbar ist überdies eine Verunsicherung bei US-Unternehmen, die ihre Investitionstätigkeit dämpfen dürfte. Über den gesamten Prognosehorizont bis Ende 2026 ist mit einer merklich schwächeren US-Konjunktur zu rechnen. Auf die europäische Konjunktur dürften sich die Zoll-Auswirkungen in Grenzen halten, sofern es nicht zu einer Zoll-Gegenzoll-Spirale kommt. Immerhin gibt es in Euroland mit den großen deutschen Finanzpaketen für Infrastruktur und Verteidigung aus konjunktureller Sicht positive Gegenbuchungen.

So haben sich in den letzten Wochen die relativen Perspektiven verschoben: Kapital ist aus den USA nach Europa geflossen, was sich in höheren europäischen Aktienmarktindizes sowie einem festeren Euro niedergeschlagen hat. Die Inflation ist nahe dem Zielbereich der Europäischen Zentralbank, und die EZB dürfte wohl schon zur Jahresmitte 2025 ihr neutrales Leitzinsniveau erreicht haben. An den Börsen sollte die hohe Unsicherheit in den kommenden Wochen an ausgeprägten Kursschwankungen abzulesen sein. Da wir insgesamt weiterhin von einer widerstandsfähigen Weltwirtschaft ausgehen, rechnen wir aber damit, dass die Aktienmärkte in absehbarer Zeit wieder zu ihrem Aufwärtstrend zurückkehren.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Die US-Regierung stößt Staatsoberhäupter, verbündete Staaten und Unternehmen weltweit vor den Kopf. Damit geht ein dramatischer Anstieg der globalen Unsicherheit einher, die auf der konjunkturellen Entwicklung lastet. Die jüngst für alle Länder eingeführten Auto-Zölle bringen für sich genommen die deutsche Volkswirtschaft noch nicht aus dem Tritt. Große Schritte vollführt sie aber aktuell ohnehin nicht. Vielmehr sieht es aus, als ob das erste Quartal nur ein bescheidenes Wachstum bringen könnte. Die Stimmungsumfragen könnten in den kommenden Wochen wieder verhaltener ausfallen, denn die Euphorie nach dem Beschluss der Fiskalpakete scheint verfliegen und einer Ernüchterung gewichen zu sein.

Prognoserevision: Leichte Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts.

Euroland

Die Stimmung im Euroraum hat sich etwas aufgehellt. Das vereinbarte umfangreiche deutsche Fiskalpaket konnte bislang keine Aufbruchstimmung entfachen, und die US-Handelspolitik erhöht die Unsicherheit für die Unternehmen. Insofern dürfte es im ersten Quartal 2025 bei einer gedämpften wirtschaftlichen Entwicklung geblieben sein. Der europäische Arbeitsmarkt kann dies leicht verkraften, denn es herrscht weiterhin Vollbeschäftigung. Die Arbeitslosenquote lag im Februar bei 6,1 %. Dies ist der niedrigste Wert seit Beginn der Europäischen Währungsunion. Unter den vier großen EWU-Ländern sind die Arbeitslosenquoten sehr unterschiedlich. Sie lagen in einer Spanne von 3,5 % in Deutschland bis 10,4 % in Spanien. Dazwischen reihen sich Italien (5,9 %) und Frankreich (7,4 %) ein.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der Inflationsprognose.

USA

Die kurzfristigen Wachstumsperspektiven haben sich weiter verschlechtert. Dies liegt in erster Linie an weiteren Zolldrohungen. So dürften Anfang April die Zölle für Importe von Automobilen sowie Anfang Mai für Autoteile um 25 Prozentpunkte ansteigen. Weitere Maßnahmen gegenüber allen US-Handelspartnern werden Anfang April vorgestellt. Nach einem witterungsbedingten Fehlstart in das Jahr folgte eine unzureichende Erholung im Februar. Damit rutscht die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal in den Stagnationsbereich. Wir unterstellen weiterhin ein Soft Landing-Szenario, aber die Wahrscheinlichkeit steigt, dass eine durch Verunsicherung induzierte Abwärtsspirale die Volkswirtschaft in eine Rezession führt.

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

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

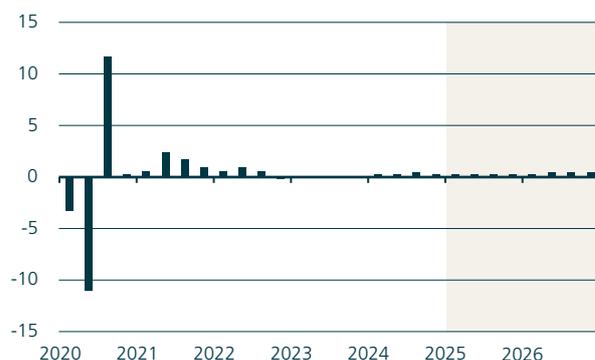
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

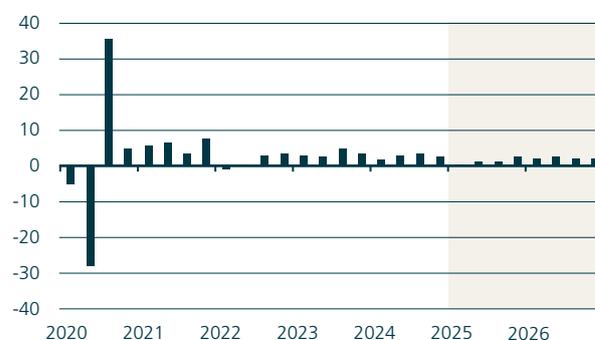
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Indem die EZB bei ihrer Ratssitzung im März die Geldpolitik als bereits erheblich weniger restriktiv bezeichnete, gab sie zu verstehen, dass die Zahl der noch folgenden Zinsschritte wahrscheinlich begrenzt ist. Zudem betonten einige Notenbanker, dass ihre Entscheidung beim nächsten Treffen am 17. April noch offen sei. Allerdings plädierten nur wenige von ihnen ausdrücklich dafür, mit der Senkung der Leitzinsen zu pausieren. Vielmehr ist unser Eindruck, dass eine Mehrheit der Ratsmitglieder die noch beabsichtigte Lockerung möglichst zügig umsetzen will, um dadurch die erhöhten Risiken des wirtschaftlichen Ausblicks abzumildern. Wir erwarten deshalb Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten im April und Juni. Anschließend dürfte die EZB den Einlagensatz jedoch nicht unter 2,0 % senken. Trotz der zuletzt günstigen Inflationsdaten ist die Gefahr, das Inflationsziel dauerhaft zu unterschreiten, eher gering. Zudem deutet die Belebung der Kreditvergabe in den vergangenen Monaten darauf hin, dass die Geldpolitik schon jetzt nicht mehr weit von einer neutralen Ausrichtung entfernt ist.

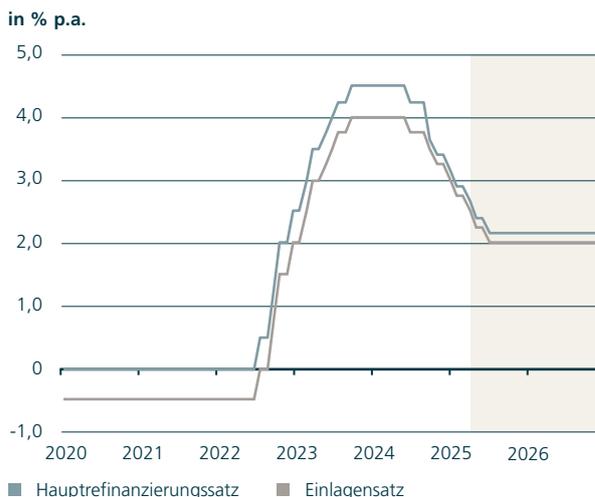
Prognoserevision: Nächste Leitzinssenkung bereits im April.

Rentenmarkt Euroland

Die kurzfristigen Erwartungen an den Rentenmärkten werden vor allem von der Zollthematik und den daraus resultierenden konjunkturellen Abwärtsrisiken bestimmt. Demgegenüber werden die längerfristigen Erwartungen stärker von den Ausgabenplänen insbesondere der Bundesregierung geprägt. Die Folge dieser beiden divergierenden Einflüsse ist eine steile Bundkurve, die sich unseres Erachtens mittelfristig jedoch etwas verflachen sollte. Wir gehen nicht davon aus, dass die EZB den Einlagensatz unter 2 % senken wird, sodass die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen nur noch wenig Spielraum nach unten besitzen. Gleichzeitig sollten nachlassende Inflationserwartungen und eine Ernüchterung über die längerfristigen Wachstumseffekte der Ausgabenprogramme die Renditen am langen Ende noch etwas weiter zurückgehen lassen.

Prognoserevision: Etwas schnellerer Rückgang der Renditen.

EZB: Leitzinsen



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Devisenmarkt: EUR–USD

Nachdem der Euro Anfang März rasant von 1,04 bis auf 1,09 USD aufgewertet hatte (Ankündigung des großen Fiskalpakets in Deutschland), wurde die Euro-Euphorie in der zweiten März-Hälfte durch die avisierten April-Zölle von Trump etwas gedämpft. Zudem haben die Zinssenkungserwartungen an die EZB zugenommen, und die Stimmungsindikatoren zeigten nur eine verhaltene Verbesserung der Unternehmensstimmung in Euroland. Im Fokus für die weitere Entwicklung des EUR-USD-Wechselkurses steht Trumps Zoll- und Verhandlungspolitik mit der EU. Hierbei sind Risikoszenarien mit spürbaren Wachstumseinbußen für Euroland und die USA nicht vom Tisch, was für erhöhte Volatilität beim Wechselkurs sorgen könnte. In unserem Hauptszenario erwarten wir, dass der Euro mittelfristig infolge eines sinkenden US-Zinsvorsprungs weiter aufwerten wird.

Aktienmarkt Deutschland

Deutsche Aktien verzeichneten im ersten Quartal Kursgewinne. Die fiskalpolitische Zeitenwende und Hoffnungen auf einen Waffenstillstand in der Ukraine waren die wichtigsten Treiber. Nun wird es wichtig, dass beide Hoffnungen erfüllt werden. Die Verhandlungen zwischen den USA, Russland und der Ukraine gestalten sich bisher erwartungsgemäß schwierig, und in Deutschland müssen nun die massiven Fiskalprogramme für Rüstung und Infrastruktur sinnvoll ausgestaltet werden. Wenn die künftige Regierung keine wirtschaftspolitische Wende einleitete, könnten die Aktienmärkte enttäuscht reagieren. Deregulierung, Steuersenkungen und geringere Energiekosten wären einige hilfreiche Maßnahmen. Zudem darf es zu keinen allzu starken konjunkturellen Belastungen durch US-Importzölle kommen. Spätestens am 22. April, wenn das Schwergewicht SAP seine Quartalszahlen meldet, rückt dann in Deutschland auch die Quartalsberichtssaison in den Marktfokus. Etwaige Schwächephasen bieten sich aufgrund der langfristig guten Aussichten, moderater Bewertungen und solider Dividendenrenditen für Zukäufe an.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Europäische Unternehmensanleihen haben lange Zeit den trüben Konjunkturaussichten und dem aufziehenden Zollkrieg getrotzt und sich erstaunlich stabil auf niedrigen Spread-Niveaus gehalten. Mit der Umsetzung der Zollmaßnahmen gegen Autoimporte wurde den Marktteilnehmern aber offensichtlich etwas klarer, wie ernst es Präsident Trump mit seiner neuen Wirtschaftspolitik ist. Zusammen mit nochmals nachgebenden Aktienkursen sind nun auch die Risikoaufschläge von Corporates leicht unter Aufwärtssdruck geraten. Gleichzeitig ist die Euphorie über die angekündigten Investitionsprogramme in Deutschland und deren Auswirkungen auf die gesamte Eurozone ein wenig eingebremst worden. In Erwartung weiterer Leitzinssenkungen der EZB sowie mit Beginn der Investitionsprogramme sollte sich die Stimmung aber wieder verbessern.

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

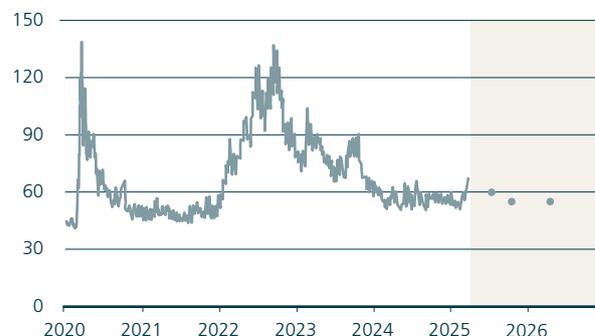
Aktienmarktprognose

	14.04.2025	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	22.390,84	23.500	22.500	24.500
EURO STOXX 50	5.303,95	5.400	5.350	5.700
S&P 500	5.670,97	5.500	5.300	5.700
Topix	2.650,29	2.850	2.900	3.000

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

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.

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten 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. Kaufkrafterhalt 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