Sparkasse Wolfach

Volkswirtschaft im Fokus. Konjunktur und Märkte

Aus dem Makro Research der Deka-Gruppe

Konjunktur 2-6 Emerging Markets-Märkte 7 Zinsen und Renditen 8-11
Aktien 12-14 Währungen 15 Rohstoffe 16-18 Szenarien 19

September 2025

Die Illusion der Planungssicherheit.

Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

nachdem sich Ende Juli die USA und die Europäische Union in einem schottischen Golfclub auf einen Handelsdeal verständigt hatten, wurde von der Politik die damit erzielte Planungssicherheit positiv hervorgehoben. Die weltweit erhobenen US-Zölle seien zwar Sand im Getriebe der Weltwirtschaft, aber nun gebe es eine kalkulierbare Zollperspektive. Dies hat sich als Trugschluss erwiesen. So klagen deutsche Maschinen- und Anlagenbauer über ständig neue Produktgruppen, die mit Zöllen belegt werden. Auch schweben Drohungen im Bereich der digitalen Dienstleistungen über den Handelsbeziehungen der Europäer mit den USA.

Unbeschadet der weiter bestehenden Unwägbarkeiten in der Handelspolitik zeigt sich die Weltwirtschaft allerdings nach wie vor widerstandsfähig. Dies gilt grundsätzlich auch für Europa und noch mehr für die USA, wo die zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten überwiegend positiv überrascht haben. Eine Ausnahme bot der US-Arbeitsmarkt. Hier scheint der gewohnte Beschäftigungsaufbau quasi zum Erliegen gekommen zu sein. Dies dürfte unter anderem auch die Folge der drastisch eingeschränkten Zuwanderung sein und könnte wegen der Knappheit von Arbeitskräften zu höheren Lohnzuwächsen führen. Noch sind indes die inflationären Wirkungen der neuen US-Wirtschaftspolitik, auch hinsichtlich der erhöhten Importzölle, kaum erkennbar. Dies macht – nach der monatelangen Pause – die Wiederaufnahme der Leitzinssenkungen der US-Notenbank Fed im September wahrscheinlich.

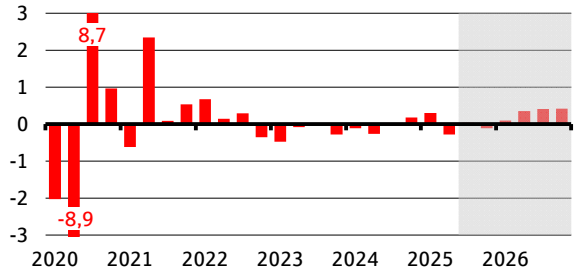
Die Finanzmärkte haben sich in den letzten Monaten dennoch ziemlich gut gehalten, was der Blick auf neue Allzeithochs bei den Aktienindizes unterstreicht. Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass an einigen Stellen die Risikoprämien spürbar angestiegen sind. Neben der Abwertung des US-Dollars hat sich Gold verteuert, und vor allem die Renditen von Staatsanleihen sind nennenswert angestiegen, gerade auch in den USA im längerfristigen Laufzeitenbereich. Dabei spielt neben dem politischen Druck auf die Fed die steigende US-Staatsverschuldung eine gewichtige Rolle. Nichtsdestotrotz bleibt festzuhalten, dass die Unternehmen mit den Zöllen, der Unsicherheit und den Finanzierungsbedingungen offenbar gut zurechtkommen. Dies lässt Gewinnsteigerungen und mit Blick auf das kommende Jahr freundliche Börsen zu.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

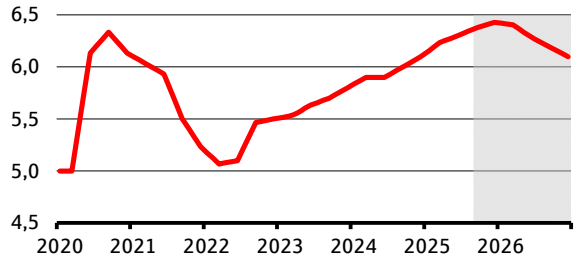
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



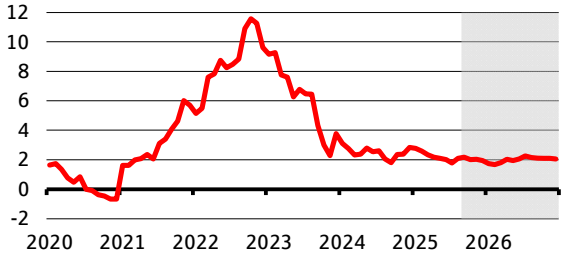
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (%, saisonbereinigt, nationale Definition)



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2024	2025P	2026P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	-0,5	0,1	0,8
Arb.-losenquote (%, sb., nat. Def.)	6,0	6,3	6,4
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,5	2,2	2,5
Finanzierungssaldo des Staates*	-2,8	-3,2	-3,7
Schuldenstand des Staates*	6288,5	6245,6	6341,9
Leistungsbilanzsaldo*	5,7	5,2	5,0
	Jun 25	**Jul 25**	**Aug 25**
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,0	1,8	2,1
Arb.-losenquote (%, sb., nat. Def.)	6,3	6,3	6,3
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	49,0	49,1	49,8
ifo Geschäftsklima (Punkte)	88,4	88,6	89,0

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Destatis, ifo Institut, Markit, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

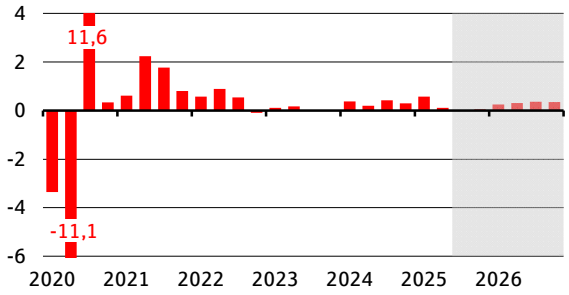
Die Datenhistorie zum deutschen Bruttoinlandsprodukt wurde vom Statistischen Bundesamt massiv revidiert. Deutschland befand sich nach aktuellem Datenstand in den Jahren 2022 bis 2024 in einer Rezession. Zudem wurde das zweite Quartal 2025 spürbar nach unten revidiert. Auch der Blick auf das dritte Quartal ist wenig erfreulich. So startete man mit einem deutlichen statischen Unterhang in das Quartal, und die ersten Indikatoren waren ebenfalls schwach. Einzig die Stimmung der Unternehmen zeigt sich von einer freundlicheren Seite. Doch die Welle der Zollerhöhungen scheint noch nicht ausgelaufen zu sein, und innenpolitisch ebben die Reformhoffnungen ab.

Perspektiven

Mit der Wahl Donald Trumps zum 47. US-Präsidenten sind die Perspektiven ein gutes Stück unsicherer geworden. Die Exportnation Deutschland wird die Folgen der von Trump angekündigten Zollerhöhungen zu spüren bekommen. Weiterhin kann niemand verlässlich sagen, was Trump wann und in welcher Form beschließen wird. Deshalb finden die Folgen der US-Politik nur scheibchenweise Eingang in unser Basisszenario. Bislang haben wir dauerhaft höhere Zölle für Stahl, Aluminium, Kupfer und Autos sowie einen universellen Basiszoll von 15 % berücksichtigt. Sehr schnell könnte sich die quälende Unsicherheit in einer Investitions- und Kaufzurückhaltung bemerkbar machen. Damit stehen den positiven Konjunktureffekten der Fiskalpakete für Infrastruktur und Verteidigung Belastungen in etwas größerem Umfang gegenüber. Mit der erratischen US-Politik und einem aggressiven Russland wird die Notwendigkeit immer deutlicher, in die Sicherheit Deutschlands und Europas zu investieren. Die entsprechenden finanziellen Mittel hierfür sind nun bereitgestellt worden, zusammen mit einem 500 Mrd. Euro-Sondervermögen für Investitionen. Fraglos werden von diesen zusätzlichen Ausgaben positive konjunkturelle Impulse ausgehen. Doch damit das deutsche Hauptproblem – das schwache Potenzialwachstum von rund 0,5 % – gelöst wird, bedarf es weitreichender Reformen: Es müssen die Belastungen der Unternehmen durch Arbeits-, Energie- und Bürokratiekosten und hohe Steuern gesenkt sowie die Probleme der alternden Gesellschaft für die sozialen Sicherungssysteme angegangen werden.

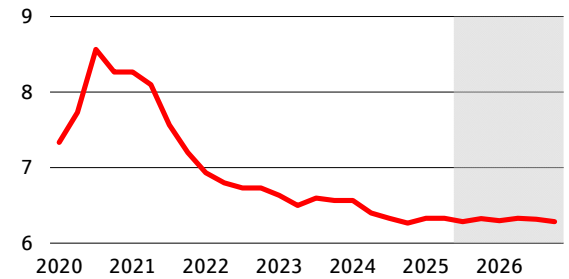
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



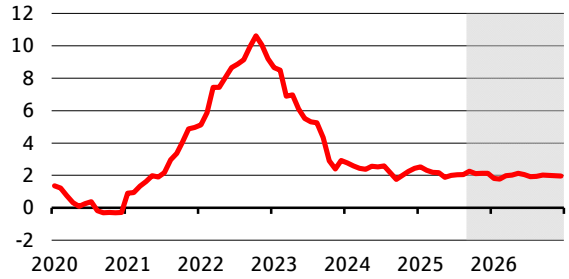
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (%, saisonbereinigt, EU-Definition)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2024	2025P	2026P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	0,9	1,1	0,9
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,4	2,1	2,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-1,3	-1,5	-1,8
Schuldenstand des Staates*	91,3	89,0	91,3
Leistungsbilanzsaldo*	3,3	2,8	2,7
	Jun 25	**Jul 25**	**Aug 25**
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,0	2,0	2,1
Arb.-losenquote (%, sb., EU-Def.)	6,3	6,2	
Economic Sentiment (Punkte)	94,1	95,7	95,2

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts;
Quellen: Eurostat, Markit, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

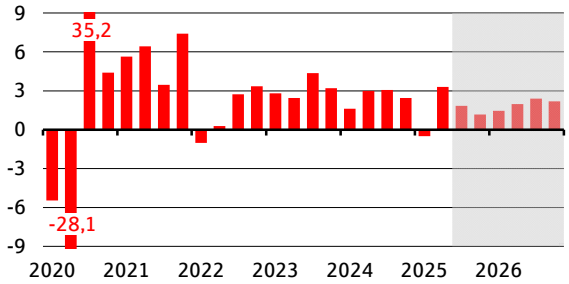
Das Abkommen zwischen der EU und den USA verschlechtert die Position der europäischen Wirtschaft im Handel mit den USA und wird zu zusätzlichen Kosten führen. Die jüngsten Stimmungsindikatoren deuten allerdings an, dass das Abkommen zwar als nachteilig betrachtet wird, aber gesamtwirtschaftlich nicht als gravierend eingestuft wird. Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die Preise dürften erst mit Verzögerung zu beobachten sein. Die Inflation bewegt sich weiterhin im Zielbereich der Europäischen Zentralbank. Im August lag die Inflationsrate bei 2,1 %. Die Gesamtinflationsrate wird derzeit durch fallende Energiepreise gedämpft. Dagegen sind die Preise für Dienstleistungen und für unverarbeitete Lebensmittel mit +3,1 % bzw. +5,5 % deutlich überdurchschnittlich angestiegen.

Perspektiven

Die europäische Wirtschaft hat wieder Tritt gefasst. Die deutsche Wachstumsschwäche kann durch die anderen drei großen EWU-Länder ausgeglichen werden. Insgesamt lässt der Rückgang der Inflation den europäischen privaten Haushalten wieder mehr Spielraum für steigende Ausgaben und gibt damit einen wichtigen Impuls für die gesamtwirtschaftliche Belebung. Es bleibt aber bei einem gedämpften Anziehen der wirtschaftlichen Aktivität, da die erhöhten Handelsrestriktionen durch die US-Zollpolitik das europäische Wirtschaftswachstum belasten. Darüber hinaus ist von der EZB keine spürbare Entlastung durch umfangreiche weitere Leitzinssenkungen mehr zu erwarten, weil der neutrale Leitzins-Bereich inzwischen erreicht ist. Einiges deutet darauf hin, dass sich die Inflationsrate in den nächsten Jahren tendenziell etwas über dem Zielwert der EZB von 2 % bewegen wird. Zudem bleiben die mittelfristigen Inflationsrisiken vergleichsweise hoch, da wegen der demografischen Entwicklung mit einer recht hohen Anspannung am europäischen Arbeitsmarkt mit entsprechenden Folgen für die Lohnentwicklung zu rechnen ist. Angesichts hoher Schuldenquoten und laufender Haushaltsdefizite in vielen Euro-Ländern bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.

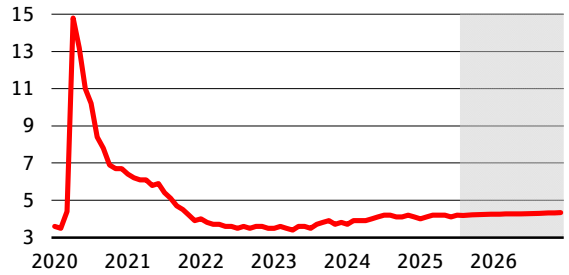
Konjunktur USA

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquart., saisonber., ann.)



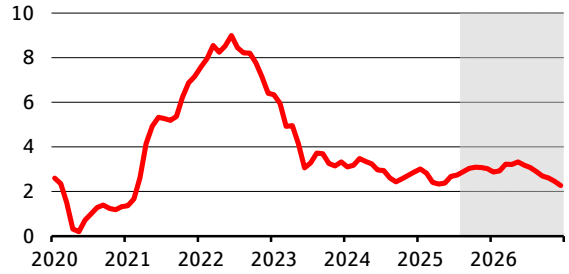
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (%, saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

USA	2024	2025P	2026P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	2,8	1,8	1,8
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,0	2,8	2,9
Finanzierungssaldo des Staates*	-7,6	-7,0	-6,5
Schuldenstand des Staates*	120,3	119,7	120,6
Leistungsbilanzsaldo*	-4,1	-4,5	-4,5
	Jun 25	**Jul 25**	**Aug 25**
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,7	2,7	
Arbeitslosenquote (%, saisonber.)	4,1	4,2	
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	49,0	48,0	48,7
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	95,2	98,7	97,4

* in % des nom. BIP; Quellen: Bureau of Ec. Analysis, Bureau of Labor Statistics, ISM , Conference Board, Prog. DekaBank (P)

Im Fokus

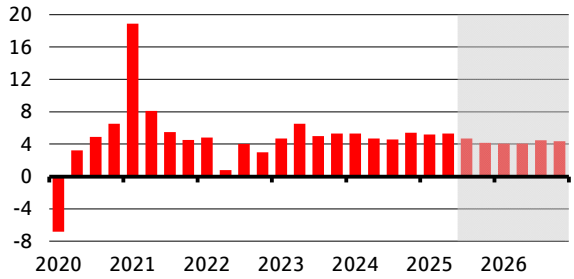
Der enttäuschend schwache Arbeitsmarktbericht für Juli hat sich bislang nicht in einer grundsätzlichen wirtschaftlichen Abschwächung niedergeschlagen. Im Gegenteil, die Konjunkturprognosen für das dritte Quartal sind zuletzt eher nach oben korrigiert worden. Anfang August wurden von der US-Regierung weitere Zollanhebungen umgesetzt. Aufgrund der Wirkungsverzögerungen sorgen diese eher 2026 für einen höheren Inflationsverlauf. Die vorherigen Zollanhebungen bewirkten hingegen bislang einen geringeren Preisauftrieb als von uns unterstellt. Dies sorgt für eine Abwärtskorrektur unserer Inflationsprognose für dieses Jahr.

Perspektiven

Gibt der neue US-Präsident am Ende immer nach? Die US-Regierung produziert seit ihrem Amtsantritt vor allem Schlagzeilen und Verunsicherung. Die konkreten Ergebnisse fallen im Nachhinein oftmals weniger aufgeregt aus. So wurden der neuen Regierung im Bereich der Wirtschaftspolitik – insbesondere in den drei Themenfeldern Zollpolitik, Zuwanderung und Bürokratieabbau – schon ihre Grenzen aufgezeigt. Zwar wurden beispielsweise Anfang April umfangreiche Zollanhebungen verkündet. Es folgte aber relativ rasch eine zeitlich befristete Teilaussetzung. Gegenüber China trat man zwar sehr rigide auf, musste dann aber die hohe Abhängigkeit im Bereich der seltenen Erden anerkennen. Im Vergleich zum Jahresstart ist der durchschnittliche Zollsatz zwar deutlich gestiegen. Aber dem eigentlichen Ziel einer Reindustrialisierung ist man nicht näher gekommen. Anfang Juli ist das Fiskalpaket (OBBBA) vom Kongress beschlossen worden. Von diesem gehen – wenn überhaupt – nur geringe Wachstumsimpulse aus. Es hat allerdings den Eindruck verfestigt, dass es im Kongress für eine mittelfristige Haushaltskonsolidierung keine Mehrheit gibt. Dies hat dazu beigetragen, dass die Risikoprämien für US-Staatsanleihen angestiegen sind. Problematisch ist, dass die US-Regierung auch Zweifel an ihrer geopolitischen Verlässlichkeit insbesondere gegenüber ihren Partnerländern gesät hat. In Kombination mit ihrer Zollpolitik, die als geopolitisches Instrument der Verunsicherung genutzt wird, hat auch dies zu einem Anstieg der Risikoprämien für US-Staatsanleihen beigetragen.

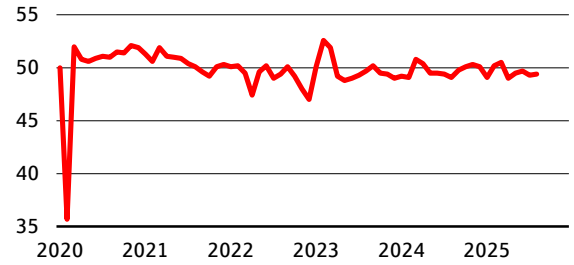
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



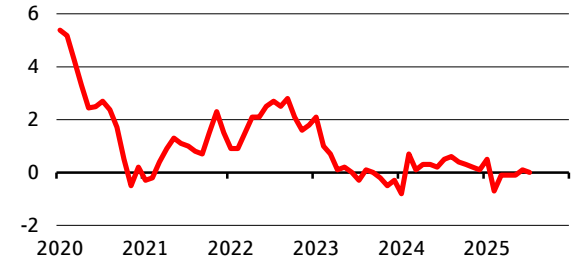
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

China	2024	2025P	2026P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	5,0	4,8	4,3
Finanzierungssaldo*	-7,3	-8,6	-8,5
Schuldenstandsquote*	88,3	96,3	102,3
Leistungsbilanzsaldo*	2,3	1,7	1,5
	Jun 25	**Jul 25**	**Aug 25**
Inflation (% ggü. Vorjahr)	0,1	0,0	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	6,8	5,7	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	49,7	49,3	49,4

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts
Quellen: EIU, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

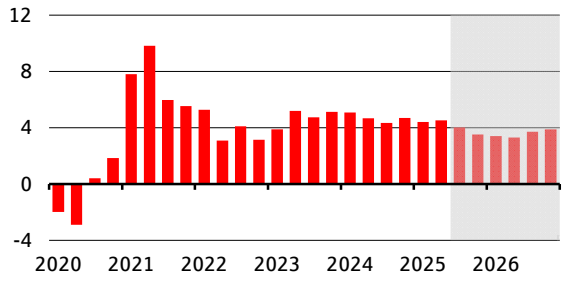
Die Monatsdaten zur wirtschaftlichen Aktivität haben im Juli überwiegend enttäuscht. Die Krise im Immobiliensektor hält an, und die Investitionen im verarbeitenden Gewerbe zeigten sich schwach. Angesichts anhaltender Überkapazitäten in vielen Teilen der Industrie erscheint eine schnelle Besserung unwahrscheinlich. Die Nachfragegeschwäche spiegelt sich in den Preisdaten wider. Die Verbraucherpreise waren im Juli im Jahresvergleich unverändert, und die Erzeugerpreise gingen um 3,6 % zurück. Gestützt wird die Nachfrage weiterhin von der guten Exportentwicklung. Im Juli stiegen die Exporte gegenüber dem Vorjahresmonat um 7,2 % an. Den Exporteuren gelingt es, Marktanteile in anderen Teilen der Welt zu gewinnen, während die Exporte in die USA aufgrund der hohen Zölle deutlich rückläufig sind. Der harte Preiswettbewerb chinesischer Anbieter ruft allerdings in vielen Länder zunehmend Kritik hervor.

Perspektiven

Seit der Amtsübernahme von Donald Trump steigen die wirtschafts- und außenpolitischen Herausforderungen für die chinesische Regierung. Trump hat massive Zölle auf chinesische Einfuhren verhängt. Der effektive Zollsatz wurde zwar im Mai auf rund 40 % gesenkt, doch stellte dies für viele Exporteure weiterhin eine enorme Hürde dar. Die hohen US-Zölle auf viele Länder Südostasiens machen allerdings Strategien zur Umgehung der Zölle unattraktiv und stärken den Produktionsstandort China. China profitiert zudem außenpolitisch von der Wahrnehmung in vielen Ländern, sie seien von den USA in den Handelsgesprächen nicht als Partner betrachtet worden. Die hohen US-Zölle treffen China in einer Phase großer wirtschaftlicher Schwierigkeiten. Die Immobilienkrise hält an und für die kommenden Quartale ist hier wohl bestenfalls mit einer allmählichen Bodenbildung bei Preisen und Neubauaktivität zu rechnen. Die Konsumenten sind verunsichert und dürften durch neue Kaufanreize nur punktuell zu mehr Ausgaben zu bewegen sein. Die Kommunen werden ohne die Einführung neuer Einnahmequellen kaum in der Lage sein, die angestrebten Aufgaben beispielsweise im Bereich Bildung und Gesundheit zu erfüllen. Vor diesem Hintergrund erscheint eine expansivere Fiskalpolitik der Zentralregierung unumgänglich, wenn das Wirtschaftswachstum auch 2026 oberhalb von 4 % gehalten werden soll. Mit der sehr China-kritischen Haltung der neuen US-Regierung steigt mittelfristig auch das Risiko erhöhter Spannungen um Taiwan, auch wenn aktuell die USA einem Abschluss einer Handelsvereinbarung mit China Priorität einräumen, um den Zugang zu seltenen Erden nicht zu gefährden.

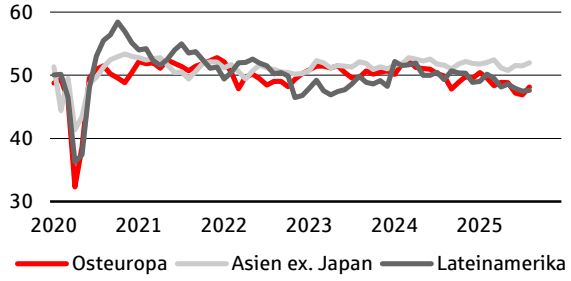
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



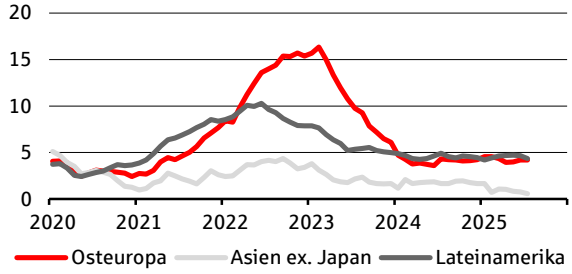
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	**2024**	**2025P**	**2026P**
Brasilien	3,4	2,3	1,3
Russland	4,3	0,9	1,0
Indien	6,7	7,0	6,2
China	5,0	4,8	4,3
Inflation (% ggü. Vorjahr)	**2024**	**2025P**	**2026P**
Brasilien	4,4	5,1	4,2
Russland	8,4	8,8	5,2
Indien	5,0	2,5	3,7
China	0,2	0,2	1,0

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Die Einkaufsmanagerindizes sind im August in der Tendenz gestiegen und liefern keine Hinweise, dass die Zollanhebungen zu einer verstärkten Unsicherheit in den Unternehmen geführt haben. Es ist dennoch davon auszugehen, dass sich das Exportwachstum in den meisten Ländern im weiteren Verlauf der zweiten Jahreshälfte verlangsamen wird. Der Inflationsdruck bleibt außerhalb Mitteleuropas gering, was in Kombination mit den gestiegenen Konjunkturrisiken für weitere Leitzinssenkungen in vielen Schwellenländern spricht. Trotz der Vermittlungsbemühungen der USA sind derzeit keine ernsthaften Friedensgespräche zwischen Russland und der Ukraine erkennbar. Geopolitisch bedeutsam erscheint die Annäherung Indiens an China und Russland, nachdem die hohen US-Zölle zu einer Enttäuschung in Indien geführt hatten.

Perspektiven

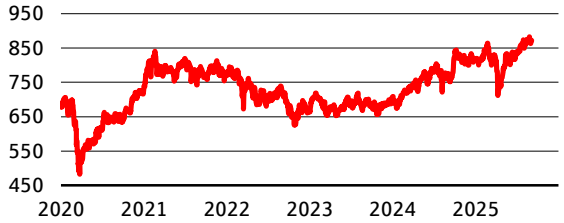
Die Zunahme des Protektionismus dürfte auf der Investitionsbereitschaft der Unternehmen lasten. Sollte es anhaltend zu einer verstärkten Abschottung des US-Marktes kommen, würde sich der Preiswettbewerb im Rest der Welt verschärfen, was zumindest bei gefertigten Waren eher für geringen Preisdruck spricht. Der Trend zu niedrigeren Leitzinsen wird sehr wahrscheinlich bis ins Jahr 2026 hinein anhalten. Die geopolitischen Risiken bestehen fort: Russland setzt die Offensive in der Ukraine unter hohen Verlusten fort und baldige Friedengespräche sind nicht zu erwarten. Die Staaten der Europäischen Union erhöhen ihre Verteidigungsausgaben, um Russland vor neuen Aggressionen abzuschrecken. Die USA haben einen Zoll von 50 % auf Waren aus Indien verhängt. Die indische Außenpolitik rückt in der Folge eher von den USA ab und orientiert sich stärker in Richtung China und Russland, auch wenn gerade zwischen China und Indien weiterhin kein Vertrauensverhältnis besteht. China sorgt mit anhaltender Militärpräsenz um Taiwan herum für ein Gefühl der Bedrohung auf der Insel. Israel verfügt über eine nahezu uneingeschränkte militärische Kontrolle im Nahen Osten, doch es ist offen, ob die Regierung aus dieser Position der Stärke heraus diplomatische Initiativen ergreifen wird.

Risiken

Unter der Präsidentschaft von Donald Trump dürfte der weltweite Protektionismus zunehmen, und im Verhältnis zwischen den USA und China dürften sich die diplomatischen Spannungen mittelfristig verschärfen.

Em. Markets-Märkte

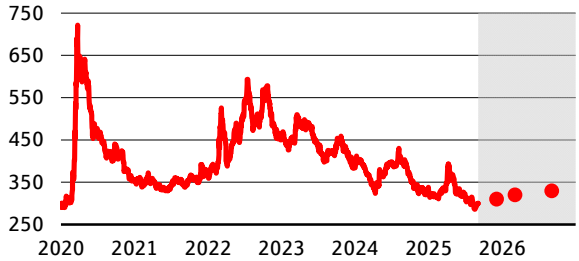
Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



Wertent- wicklung MSCI EM	von	03.09.2019	03.09.20	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24
	bis	03.09.2020	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24	03.09.25
		8,33%	20,91%	-9,54%	-2,99%	11,45%	13,17%

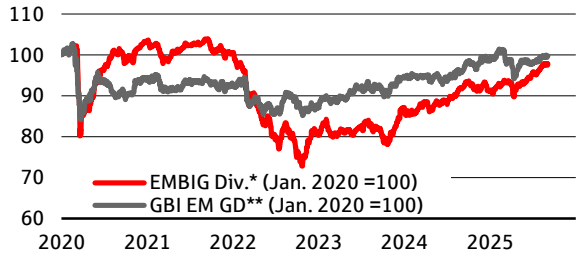
Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: MSCI, DekaBank

Renten: EMBIG Diversified-Spread (Basispunkte)



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

Renten: Performanceind. EMBIG Div. und GBI EM Global Div.



* in EUR hedged; ** in EUR
Quellen: J.P. Morgan, Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Emerging Markets (Performance in EUR)	03.09.2025	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	872	2,6	6,9	13,2
EMBIG Div* Performanceind.	483	1,3	7,2	6,6
GBI EM Div** Perform.-ind.	293	0,8	1,0	4,3
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	457	0,0	1,0	1,7
MSCI World Total Return	667	2,6	0,9	11,5
Prognose DekaBank		**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	300	310	320	330

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.
Quellen: MSCI, J.P. Morgan, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

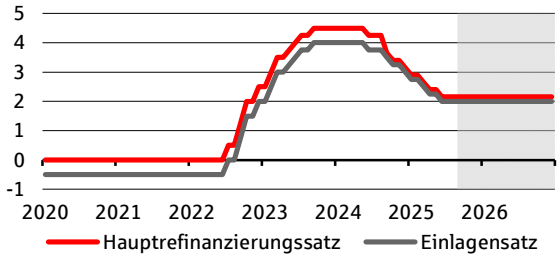
Die Verhängung neuer US-Zölle hat im August die Stimmung an den Kapitalmärkten nicht nachhaltig belastet. Innerhalb des Schwellenländeraktiensegments setzt sich eine massive Rotation fort: Die früheren Anlegerlieblinge Indien und Taiwan schwächeln, insbesondere Indien aufgrund von erhöhter Bewertung und Handelsstreitigkeiten mit den USA. Hingegen setzten Südkorea und China ihre Outperformance fort. In den kommenden Monaten sollten zunehmende Konjunktursorgen für einen leichten Anstieg der Risikoprämien für EM-Hartwährungsanleihen sorgen. Die US-Notenbank dürfte den Leitzins am 17. September senken und damit zumindest bei kurzlaufenden Anleihen für Unterstützung sorgen. Langlaufende US-Renditen konnten von der Aussicht auf Zinssenkungen zuletzt nicht mehr profitieren, da sich der Fokus stärker auf das hohe Haushaltsdefizit und die damit einhergehenden Neuemissionen verschoben hat. Die Haushaltsdefizite sind auch in einigen Schwellenländern problematisch, doch das kräftige Wirtschaftswachstum macht diese in der Tendenz leichter tragbar. Angespannt ist die Lage vor allem in Brasilien, Kolumbien und Rumänien.

Perspektiven

Die von den USA ausgehende Verschärfung des Protektionismus dürfte in den kommenden Quartalen die Weltkonjunktur belasten. Der eher schwache Ausblick für die globale Nachfrage lastet auf dem Ölpreis, was die Preisrisiken zusätzlich dämpft. Die Notenbanken der meisten Schwellenländer dürften vor diesem Hintergrund die Leitzinsen weiter senken. Allerdings ist der Senkungszyklus in vielen Ländern weit fortgeschritten, sodass die weiteren Schritte vorsichtiger erfolgen und der Zyklus wohl bis Anfang 2026 weitgehend abgeschlossen werden wird. Für Fremdwährungsanlagen spielt die Entwicklung des Euros eine entscheidende Rolle. Der Euro hat seit dem Amtsantritt von Donald Trump von Umschichtungen aus US-Dollar-Anlagen profitiert, die von Enttäuschung über die US-Wirtschaftspolitik getrieben wurden. Dieser Trend zu einer Euro-Aufwertung dürfte noch anhalten, was den Ausblick für Schwellenländeraktien- und Lokalwährungsanleihen aus Sicht der Euro-Anleger belastet. Die Risikoaufschläge von EM-Hartwährungsanleihen dürften in den kommenden Monaten moderat über dem aktuellen Niveau liegen. Doch auf mittlere Sicht erscheint die Kombination aus weitgehend stabilen Spreads, hohen Kuponerträgen und moderat rückläufigen US-Renditen auch weiterhin attraktiv.

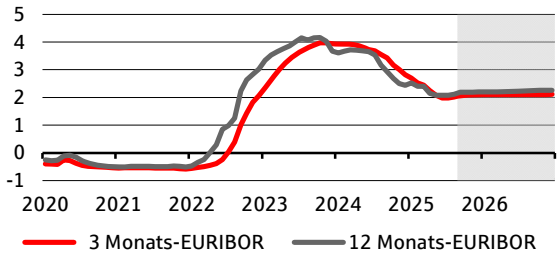
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



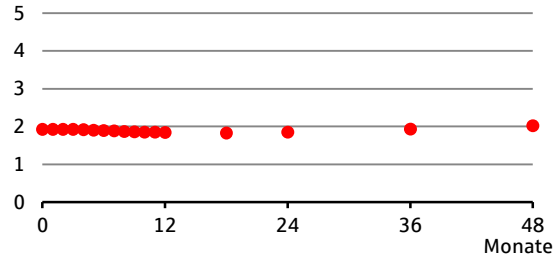
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

EURIBOR-Sätze (% p.a.)



Quellen: European Money Markets Institute, Prog. DekaBank

€STR-Swapkurve (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Euroland: Zinsen (% p.a.)	03.09.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Einlagensatz	2,00	2,00	3,75
3 Monats-EURIBOR	2,08	1,99	3,46
12 Monats-EURIBOR	2,19	2,15	3,11
EURIBOR-Future, Dez. 2025	1,97	1,88	2,15
EURIBOR-Future, Dez. 2026	1,94	1,94	2,16
Prognose DekaBank (% p.a.)	**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
EZB-Einlagensatz	2,00	2,00	2,00
3 Monats-EURIBOR	2,10	2,10	2,10
12 Monats-EURIBOR	2,20	2,20	2,25

Quellen: Europäische Zentralbank, European Money Markets Institute, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

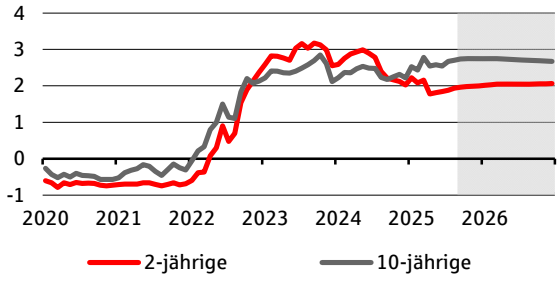
Seit der Sitzung am 24. Juli gab es vergleichsweise wenig Kommentare aus dem EZB-Rat. Die Mehrzahl der Notenbanker, die sich zu Wort meldeten, bezeichnete das derzeitige Leitzinsniveau als angemessen. Dies schließt weitere Senkungen nicht kategorisch aus, legt die Hürden hierfür jedoch relativ hoch. Ein schwaches Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte und ein leicht dämpfender Einfluss der Euro-Aufwertung auf die Inflation, wie es die EZB in ihren derzeitigen makroökonomischen Projektionen vorhersagt, dürften ihr nicht genügen, um die Geldpolitik bis in den expansiven Bereich zu lockern. In ihren neuen Projektionen, die bei ihrer Ratssitzung am 11. September vorgelegt werden, wird die EZB von einem weniger starken Unterschreiten des Inflationsziels ausgehen als noch im Juni. Zusammen mit der Erwartung eines im kommenden Jahr wieder zunehmenden Wirtschaftswachstums sollte dies den Ausschlag dafür geben, die Leitzinsen auf dem derzeitigen Niveau zu belassen, das die meisten Ratsmitglieder als in etwa neutral ansehen.

Perspektiven

Die Inflation bewegte sich in den vergangenen Monaten nahe des Zielwerts von 2 %, zeigte dabei aber einen weiter rückläufigen Preisauftrieb im Dienstleistungssektor. Auch die Aufwertung des Euros dürfte sich noch dämpfend auf die Teuerung auswirken. Dennoch zeichnet sich ab, dass die Inflation im kommenden Jahr lediglich für kurze Zeit und in einem überschaubaren Ausmaß unter die Zielmarke von 2 % fallen wird. Von entscheidender Bedeutung ist dabei der robuste Zustand des Arbeitsmarkts, der einer unerwünscht starken Verlangsamung des Lohnwachstums und damit des zugrundeliegenden Trends der Inflation entgegenwirkt. Kommentare Präsidentin Lagardes und anderer Ratsmitglieder spiegeln eine hohe Bereitschaft wider, eine geringfügige und temporäre Unterschreitung des Inflationsziels zu tolerieren, ohne die Leitzinsen weiter zu senken. Trotz des kontinuierlichen Abschmelzens der Wertpapierbestände des Eurosystems sollten die Überschussreserven der Banken auf absehbare Zeit noch hoch genug bleiben, um die Geldmarktsätze an den Einlagensatz zu koppeln. Längerfristig plant die EZB ein Geldmarktregime, in dem das Niveau der Überschussreserven durch die Nachfrage der Banken bei den Refinanzierungsgeschäften bestimmt wird. Wir gehen davon aus, dass sich die EURIBOR-Sätze dann knapp oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes ansiedeln werden, während der €STR weiterhin knapp unter dem Einlagensatz notiert.

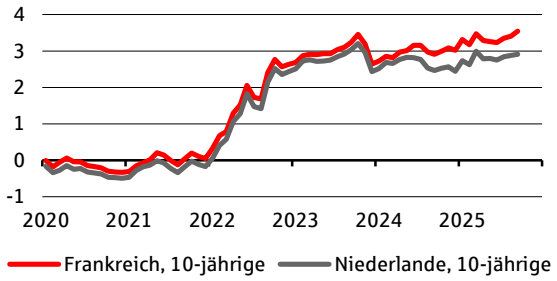
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



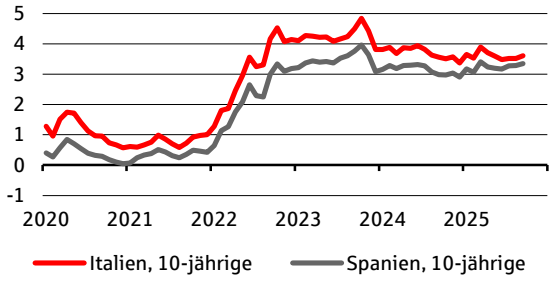
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Frankreich und Niederlande: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Italien und Spanien: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Renditen (% p.a.)	03.09.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	1,97	1,93	2,38
Deutschland 10J	2,74	2,68	2,28
Frankreich 10J	3,54	3,35	3,00
Italien 10J	3,61	3,51	3,74
Spanien 10J	3,35	3,26	3,11
Prognose DekaBank (% p.a.)	**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
Deutschland 2J	2,00	2,05	2,05
Deutschland 10J	2,75	2,75	2,70

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

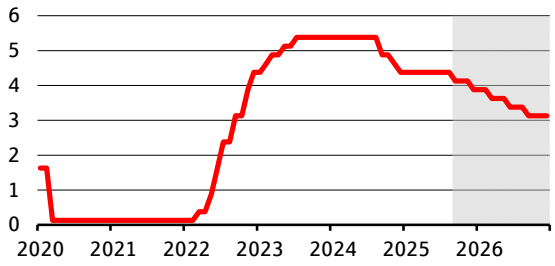
Nachlassende Abwärtsrisiken für Wirtschaftswachstum und Inflation dürften die EZB darin bestärken, die Leitzinsen bis auf Weiteres unverändert zu lassen. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen knapp über die Marke von 2 % klettern werden. Das lange Ende der Bundkurve konnte sich in den vergangenen Wochen nicht der weltweit schlechten Stimmung gegenüber langlaufenden Staatsanleihen entziehen. Auf etwas längere Sicht rechnen wir hier jedoch mit einer allmählichen Erholung. In einem Umfeld mit nur mäßigem Wirtschaftswachstum und gut verankerten langfristigen Inflationserwartungen sollten die hohen realen Renditen das Interesse von Anlegern wecken. Hierzu könnten auch der Wiederbeginn von Leitzinssenkungen der Fed und sinkende Renditen von US-Treasuries beitragen.

Perspektiven

Der steile Verlauf der Bundkurve spiegelt die Erwartung einer expansiven Ausrichtung sowohl der Geld- als auch der Fiskalpolitik wider. Da wir von keinen weiteren Leitzinssenkungen der EZB ausgehen, rechnen wir nun mit einer leichten Verflachung vom kurzen Ende her. Langlaufende Bundesanleihen leiden derzeit sowohl unter der Ankündigung höherer Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur als auch unter der weltweit kritischeren Einstellung der Anleger gegenüber steigenden Staatsschulden. Dass Bundesanleihen bislang nicht von der Regierungskrise in Frankreich profitieren konnten, belegt einerseits ihre abnehmende Bedeutung als sicherer Hafen. Andererseits bringen die geringen Ansteckungseffekte auf die Staatsanleihemärkte anderer Mitgliedsländer zum Ausdruck, dass die Währungsunion stabiler geworden ist und auch deshalb weniger Flucht in Qualität stattfindet, die mit einer höheren Nachfragte nach Bundesanleihen einhergehen würde. Unterstützende Faktoren sind auf längere Sicht die gut verankerten langfristigen Inflationserwartungen sowie die im historischen Vergleich hohen realen Renditen. Zusammen mit der typischerweise zinselastischen Nachfrage nach risikoarmen Staatsanleihen bildet dies die Grundlage für eine Erholung am langen Ende. Als Katalysator könnte dabei die Fortsetzung der geldpolitischen Normalisierung in den USA wirken, falls sie durch fallende Renditen langlaufender US-Treasuries auf die globalen Staatsanleihemärkte ausstrahlt. Aber auch ein nachlassendes Interesse globaler Anleger an US-Treasuries aufgrund steigender politischer Risiken sollte Bundesanleihen zugutekommen.

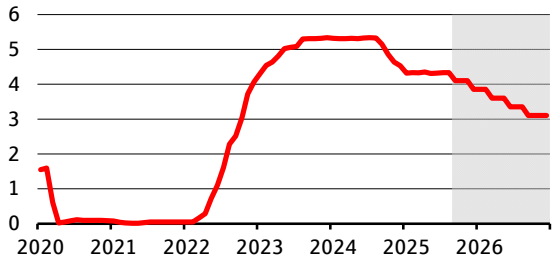
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



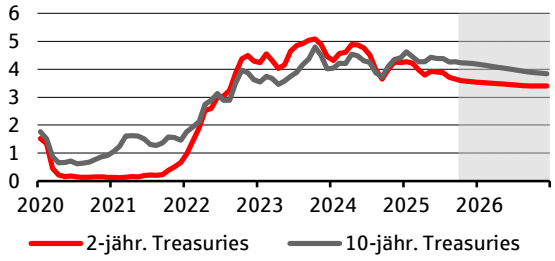
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

USA: 3-Monats-Zinsen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

USA: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Zinsen / Renditen (% p.a.)	03.09.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	5,25-5,50
Overnight-Zinsen (SOFR)	4,39	4,34	5,34
Renditen 2-j. Treasuries	3,62	3,68	3,86
Renditen 10-j. Treasuries	4,22	4,22	3,83
Prog. DekaBank (% p.a.)	**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
Fed Leitzins	3,75-4,00	3,50-3,75	3,00-3,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	3,86	3,61	3,11
Renditen 2-j. Treasuries	3,55	3,50	3,40
Renditen 10-j. Treasuries	4,20	4,10	3,90

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

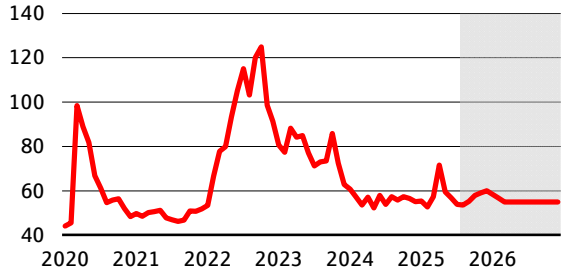
Bei dem geldpolitischen Symposium in Jackson Hole hat Fed-Chef Powell eine Leitzinssenkung beim Zinsentscheid im September in Aussicht gestellt. Hintergrund hierfür ist der schwache Arbeitsmarktbericht für Juli. Die Gründe des zuletzt nur noch geringen Beschäftigungsaufbaus sind weiterhin unklar. Sie könnten in einer verunsicherungsbedingt schwächeren Nachfrage der Unternehmen oder in einem zuwanderungsbedingt schwächeren Arbeitsangebot liegen. In Kombination mit den eher bremsenden Leitzinsen wäre zur besseren Steuerung der Risiken eine Leitzinssenkung angebracht. Auf verhältnismäßig wenig Marktecho stieß die Entscheidung von Präsident Trump, das FOMC-Mitglied Cook fristlos zu entlassen. Die Gerichte werden darüber entscheiden, ob diese Maßnahme gerechtfertigt gewesen ist.

Perspektiven

Die Fed dürfte 2025 tendenziell eher vorsichtig agieren. Bedingt durch Zollanhebungen der US-Regierung könnte die Inflationsrate erneut ansteigen und damit weitere Leitzinssenkungen erschweren. Neben den Zolleffekten dürften der Fed auch Themen wie die Ausweisung von illegalen Einwanderern sowie die Fiskalpolitik der neuen Regierung Kopfzerbrechen bereiten. Denn die Ausweisung von illegalen Einwanderern kann die Angebotssituation am Arbeitsmarkt verschlechtern, die Lohnentwicklung beschleunigen und einen weiteren Preisschub verursachen. Insgesamt erwarten wir noch zwei Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte in diesem Jahr. Ein Teil der Republikanischen Partei stellt die Unabhängigkeit der Fed in Frage. Eine Kontrolle der Fed durch die Exekutive dürfte zu einem Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen führen und hierdurch zu höheren Marktzinsen beitragen. Die Regierung unter Präsident Trump zeigt einen verstärkten Ehrgeiz, die Kosteneffizienz des Staates zu erhöhen. Diese Anstrengungen werden aber durch die geplanten hohen staatlichen Ausgaben konterkariert, sodass sich keine Konsolidierung des Staatshaushalts abzeichnet. Dadurch droht ein Szenario, in dem das anhaltend hohe Angebot von Staatsanleihen von den Kapitalmärkten nicht mehr ohne zusätzliche Risikoaufschläge akzeptiert wird. Dies würde zu dauerhaft höheren Zinsen und einem schwächeren Wirtschaftswachstum führen.

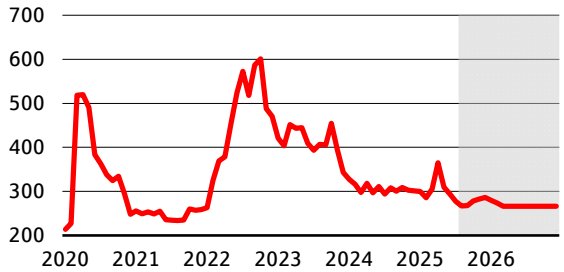
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



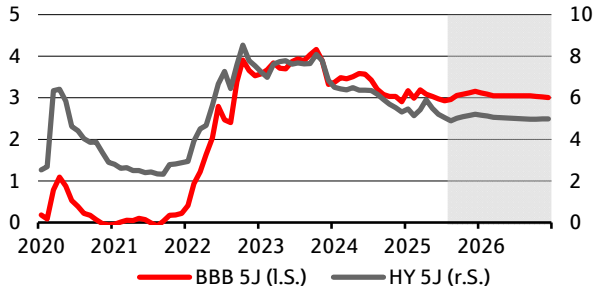
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

Corporates 5 Jahre (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihe	03.09.2025	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	55	56	55
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	267	280	297
Corporates BBB 5J (%)	3,02	2,94	3,21
Corporates HY 5J (%)	5,05	5,00	5,99

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;
Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Der Neuemissionsmarkt für Unternehmensanleihen ist mit frischem Schwung in die Herbstsaison gestartet. Nach der Sommerpause ist der Markt ausgetrocknet, und die neuen Bonds stoßen trotz niedriger Spreads und nur geringer Neuemissionsprämien auf eine große Nachfrage. Zwar gestaltet sich die Konjunkturerholung in Euroland sehr zäh, und auch das Zollthema kann jederzeit wieder bremsend in den Vordergrund treten, doch die großen europäischen Unternehmen haben im zweiten Quartal überwiegend positiv mit ihren Geschäftszahlen überrascht und sind zuversichtlich in die zweite Jahreshälfte gestartet. Der Marktkonsensus erwartet für das dritte Quartal beim STOXX 600 lediglich ein mageres Gewinnplus, beim DAX ist man dagegen mit einer Erwartung der Gewinnsteigerung um 16 % überraschend optimistisch.

Perspektiven

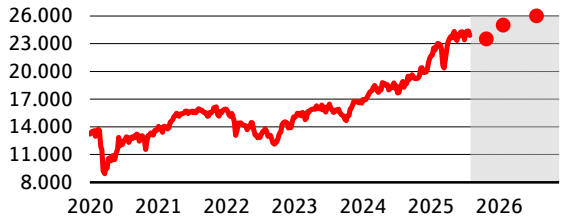
Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen handeln trotz erheblicher Unsicherheiten auf recht niedrigen Niveaus. Die Konjunkturaussichten für Euroland und den Weltmarkt bessern sich nach der kräftigen Eintrübung durch den Zollschock im Frühjahr. Mit den angekündigten massiven Investitionsprogrammen für Rüstung und Infrastruktur dürften sie sich weiter etwas aufhellen, insbesondere für Deutschland. Wir gehen davon aus, dass die meisten Firmen mit globaler Ausrichtung ihre Umsätze und Gewinne in den kommenden Quartalen behaupten und teilweise sogar ausbauen können, die Risiken sind aber klar gestiegen. Der weltweit eingeleitete Trend sinkender Leitzinsen wirkt stark unterstützend. In den Spreads dürften diese Erwartungen bereits größtenteils eingepreist sein. Wir rechnen daher kaum noch mit zusätzlicher Performance durch sinkende Spreads oder Renditen, doch die laufenden Erträge bieten trotzdem attraktive Investmentchancen.

Anmerkung

Der iTraxx Europe Index wird aus 125 europäischen Unternehmen und Finanzinstituten aus dem Investment-grade-Bereich zusammengestellt. Der Index bildet die durchschnittlichen Prämien ab, die im Handel mit Credit Default Swaps (CDS) gezahlt werden. Er wird in Basispunkten (Bp) notiert. Es gibt diverse Sub- und Spezial-Indizes, beispielsweise den iTraxx Financials oder den iTraxx Crossover, der aus Unternehmen aus dem High Yield-Bereich gebildet wird.

Aktienmarkt Deutschland

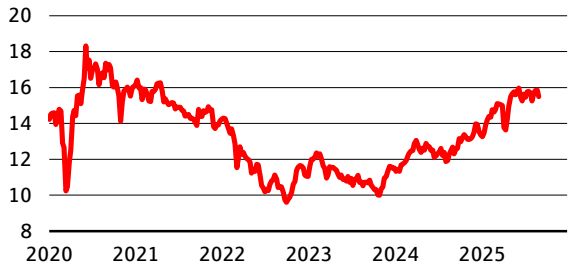
DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertent-wicklung DAX	von bis	03.09.19 03.09.20	03.09.20 03.09.21	03.09.21 03.09.22	03.09.22 03.09.23	03.09.23 03.09.24	03.09.24 03.09.25
		9,63%	20,86%	-17,30%	21,38%	18,35%	25,86%

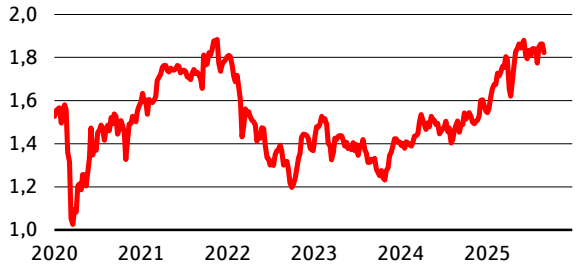
Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	03.09.2025	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	23.595	23.426	18.747
DAX (Veränd. in % seit ...)		0,72	25,86
Prognose DekaBank	**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
DAX (Indexp.)	23.500	25.000	26.000
Kennzahlen*	**Kurs-Gew.-Verhältnis**	**Kurs-Buchw.-Verhältnis**	**Dividenden-rendite %**
DAX aktuell	15,50	1,82	2,81
DAX Ø (10 Jahre roll.)	13,11	1,52	3,29

* Konsensschätzung auf Basis der kommenden zwölf Monate
Quellen: Bloomberg, Factset, DekaBank

Im Fokus

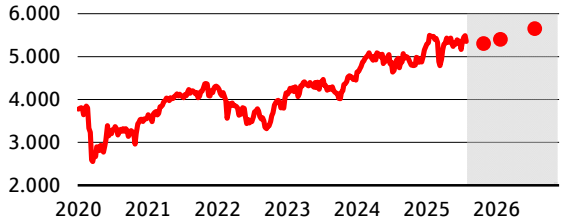
Nach einem unspektakulären August handelt der DAX seit Mai in einer Seitwärtsbewegung. Seine Wertentwicklung im laufenden Jahr ist weiterhin klar überdurchschnittlich, vor allem dank kräftiger Kursgewinne bei einigen Industrie- und Finanzaktien. Nach dem schwierigen Beginn war die DAX-Berichtssaison für das 2. Quartal trotz enttäuschender Umsatzzahlen letztlich stark. Die Unternehmen trotzten erfolgreich den Belastungen durch Zölle und Euro-Stärke. Für das 3. Quartal erwartet der Konsens aktuell eine bemerkenswerte Gewinndynamik von +16 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Von allen Sektoren wird ein positiver Beitrag erwartet. Entscheidend sind Basiseffekte beim zyklischen Konsum, der in Deutschland im Wesentlichen von den Autoherstellern repräsentiert wird und fast 7 Prozentpunkte zum Gewinnplus beitragen soll.

Perspektiven

Den wirtschaftlichen Chancen aus den deutschen Rüstungs- und Infrastrukturprogrammen stehen die Belastungen der künftig deutlich höheren US-Importzölle gegenüber, auch wenn große Konzerne diesen mit Standortverlagerungen oder anderen Maßnahmen begegnen können. Zudem haben sich die Hoffnungen auf Strukturreformen oder Deregulierung bisher nicht bestätigt. Damit sind die Stories „EU“ bzw. „Deutschland“ für Anleger erstmal weniger spannend als noch im Frühjahr. Positiv hingegen sind der „Investitionsbooster“ und die zunehmend bessere Wahrnehmung vieler DAX-Konzerne als „Wachstumsstories“, für die die Anleger deutlich höhere Bewertungen akzeptieren. Das betrifft neben Verteidigung und Software auch Infrastruktur. Entsprechend sinkt die Gewichtung des Autosektors durch seine anhaltende Underperformance immer weiter. Die Gewinnrevisionen blieben zuletzt negativ. Der Konsens prognostiziert für das laufende Jahr ein Gewinnplus von 6 % und für 2026 von fast 15 %. Vor allem die Schätzungen für das kommende Jahr erscheinen uns aufgrund wirtschaftlicher Risiken, des unvorteilhaften Handelsdeals sowie der EUR-USD-Wechselkursentwicklung ambitioniert.

Aktienmarkt Euroland

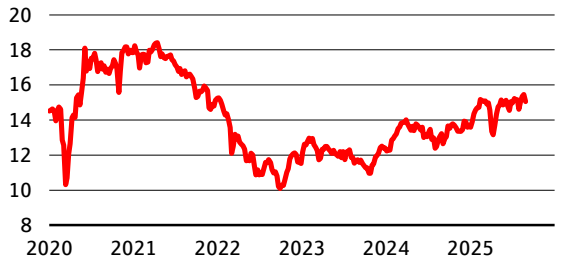
EURO STOXX 50 (Indexpunkte)



Wertent-wicklung SX5E	von	03.09.19	03.09.20	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24
	bis	03.09.20	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24	03.09.25
		-3,41%	27,17%	-15,65%	20,83%	14,71%	8,40%

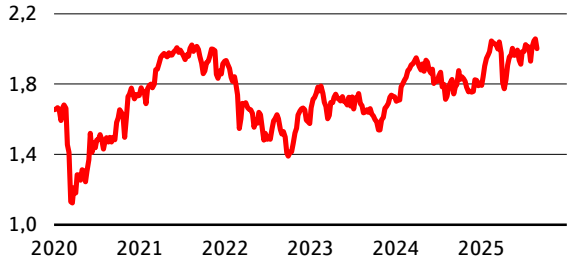
Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	03.09.2025	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	5.325	5.166	4.913
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		3,1	8,4
Prognose DekaBank	**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
EURO STOXX 50 (Indexp)	5.300	5.400	5.650
Kennzahlen*	**Kurs-Gew.-Verhältnis**	**Kurs-Buchw.-Verhältnis**	**Dividenden-rendite %**
EURO STOXX 50 aktuell	15,0	2,0	3,3
EURO STOXX 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,8	1,6	3,7

* Konsensschätzung auf Basis der kommenden zwölf Monate
Quellen: Bloomberg, Factset, DekaBank

Im Fokus

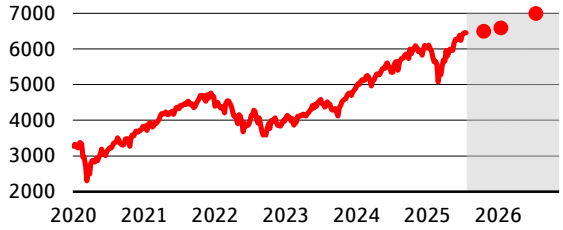
Aktien aus der Eurozone befinden sich – mit Ausnahme von einem kurzen Ausbruch nach unten im April – seit Februar in einer Seitwärtsbewegung. Zuletzt sorgte die steigende politische Unsicherheit in Frankreich für leicht sinkende Kurse. Gegenwind kam auch von steigenden Renditen bei langlaufenden Staatsanleihen, nachlassenden Hoffnungen auf Strukturreformen bzw. dem enttäuschenden Handelsdeal mit den USA und der im September ungünstigen Saisonalität. Positiv wirkte hingegen die solide Berichtssaison für das 2. Quartal. Aufgrund der beiden Belastungsfaktoren Zölle und Eurostärke sehen wir kurzfristig wenig Potenzial für eine deutliche Aufhellung beim Gewinntrend, um hier gegenüber den USA für Anleger attraktiver zu werden. In Summe fehlen klare positive Nachrichtenimpulse, die eine zweite Flow-Welle nach Europa und damit erneute Outperformance im Vergleich zu anderen Märkten auslösen würden. Allerdings sollten Euroland-Aktien weiter ein wichtiger Bestandteil eines gut gestreuten Aktienportfolios sein und in Schwäche konsequent zugekauft werden.

Perspektiven

Mit der fiskalpolitischen Zeitenwende in Deutschland und den wahrscheinlich auch in anderen EU-Staaten schrittweise steigenden Rüstungsinvestitionen hatten sich die Aussichten für Euroland-Aktien deutlich verbessert. Dann belasteten die US-Zolldrohungen und letztlich die Einigung auf deutlich höhere US-Importzölle für Unternehmen aus der EU. Diese schaden der Konkurrenzfähigkeit bzw. erfordern erstmal hohe Investitionen in den USA, falls Standortverlagerungen angestrebt werden. Mindestens bis zur Präsidentschaftswahl in Frankreich werden auch die politischen Risiken und die fehlende Reformbereitschaft dort immer wieder ein Marktthema sein. Die moderate Bewertung, attraktive Dividendenrenditen und die leicht unterstützende Geldpolitik der EZB sind längerfristig Argumente für gute Erträge von Euroland-Aktien. Risiken sind vor allem eine deutliche wirtschaftliche Verlangsamung, ggf. auch ausgehend von den USA als Folge der Politik der US-Regierung, und geopolitische Themen.

Aktienmärkte Welt

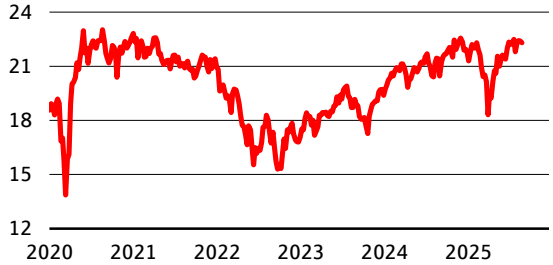
USA: S&P 500 (Indexpunkte)



Wertentwicklung S&P 500	von	03.09.19	03.09.20	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24
	bis	03.09.20	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24	03.09.25
		18,88%	31,27%	-13,48%	15,07%	22,44%	16,63%

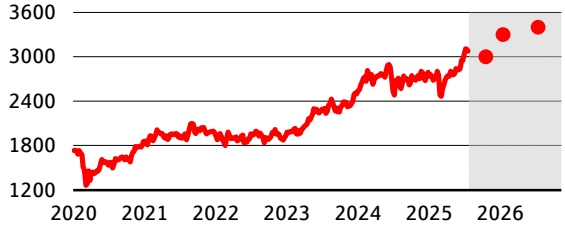
Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Wertentwicklung TOPIX	von	03.09.19	03.09.20	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24
	bis	03.09.20	03.09.21	03.09.22	03.09.23	03.09.24	03.09.25
		7,97%	23,55%	-4,23%	21,74%	16,32%	11,55%

Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	**03.09.2025**	**vor 1 Monat**	**vor 1 Jahr**
S&P 500 (Indexp.)	6.448	6.238	5.529
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		3,4	16,6
Prognose DekaBank	**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
S&P 500 (Indexp.)	6.500	6.600	7.000
TOPIX (Indexp.)	3.000	3.300	3.400
Kennzahlen*	**Kurs-Gew.-Verhältnis**	**Kurs-Buchw.-Verhältnis**	**Dividendenrendite %**
S&P 500	22,3	4,6	1,3
TOPIX	15,7	1,4	2,5

* Konsensschätzung auf Basis der kommenden zwölf Monate
Quellen: Bloomberg, Factset, DekaBank

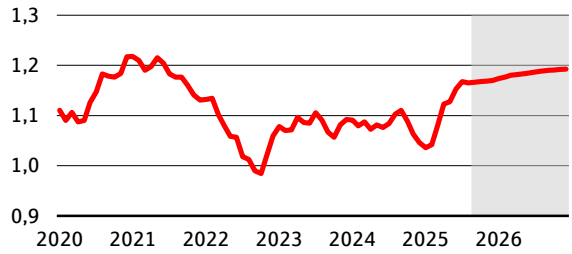
USA
Im August setzten US-Aktien ihre Rekordjagd fort und erreichten mehrfach neue Allzeithochs. Die entscheidenden Treiber waren weitere gute Quartalsberichte, überraschend positive Konjunkturdaten, Hoffnungen auf Leitzinssenkungen durch die US-Notenbank sowie die anhaltende Euphorie rund um das Thema künstliche Intelligenz. Risiken wie die gestiegenen Renditen langlaufender Staatsanleihen, Sorgen um die Unabhängigkeit der US-Notenbank und erhöhte Bewertungen blendeten die Aktienmärkte bisher weitgehend aus. Daher und aufgrund der 30 %-Rallye seit den Tiefständen im April wirken US-Aktien kurzfristig anfällig für eine Korrektur. Langfristig bleiben US-Aktien attraktiv. Anleger sollten daher Schwächephasen für Zukäufe nutzen.

Japan
Der Topix markierte im August neue Rekordstände. Unterstützend wirkten weiterhin die erfreuliche Gewinnentwicklung bei relativ moderater Bewertung, steigende Aktienrückkäufe und Verbesserungen bei der Corporate Governance. Kritisch sind höhere Renditen japanischer Staatsanleihen und die politische Unsicherheit. Insgesamt spricht viel für eine mittelfristige Outperformance von japanischen Aktien und somit für eine Beimischung.

Perspektiven
Die von US-Präsident Trump ausgehende Unsicherheit ist weitgehend aus den US-Märkten gewichen, weil er im Zweifel bei deutlichen Aktienmarktverlusten am Ende einlenkt und marktfreundlich agiert. Zudem ist die Euphorie für künstliche Intelligenz sehr groß. Hoch sind inzwischen auch die Bewertungen für den Gesamtmarkt sowie die Zuversicht für Leitzinssenkungen bei passabler Konjunktur und trotzdem hohem Gewinnwachstum. Risiken werden weitgehend ausgeblendet. Ein Risiko sind sinkende Margen bei vielen Firmen, die von den höheren US-Zöllen betroffen sind, weil bisher scheinbar kaum Preisüberwälzungen stattgefunden haben.

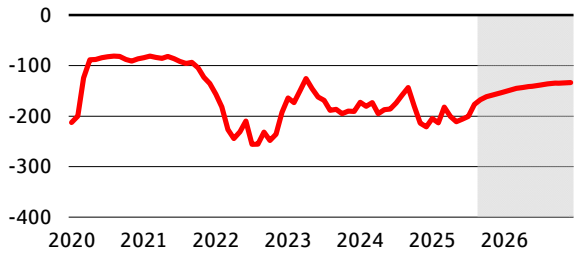
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs (US-Dollar je Euro)*



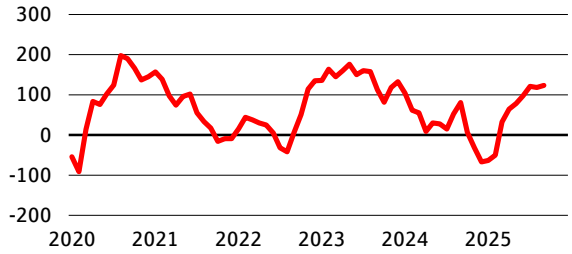
* Anstieg bedeutet Aufwertung des Euro
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Zinsdifferenz* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



* Bundesanleihen minus Treasuries
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten
Quellen: CFTC, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	03.09.2025	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,17	1,17	1,18	1,19
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-165	-155	-145	-135
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-148	-145	-135	-120
Leitzins EZB (%)	2,00	2,00	2,00	2,00
Leitzins Fed (%)	4,25-4,50	3,75-4,00	3,50-3,75	3,00-3,25
Konjunkturdaten		**2024**	**2025P**	**2026P**
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü Vorj.)		0,9	1,1	0,9
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		2,8	1,8	1,8
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		2,4	2,1	2,0
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		3,0	2,8	2,9

Quellen: Bloomberg, EZB, Fed, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, DekaBank

Im Fokus

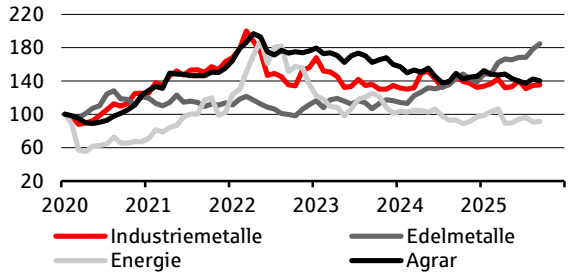
Nach dem Anstieg auf 1,16 USD je EUR Anfang August infolge schwacher US-Arbeitsmarktdaten gönnte sich der Wechselkurs eine Verschnaufpause. Der Seitwärtstrend zwischen 1,16 und 1,17 USD je EUR deutete an, dass auf diesem Niveau vorerst das Gros der Vorgaben der Zollpolitik, der Geldpolitik sowie der Marko-Ausblicke beider Währungsräume eingepreist sein könnte. Die Entlassung des FOMC-Mitglieds Cook durch Trump gab dem Wechselkurs keinen Impuls zugunsten des Euro. Denn diese Maßnahme wird noch gerichtlich geprüft. Andererseits ist der Euro auch nicht frei von politischen Belastungen angesichts einer erneut drohenden Regierungskrise in Frankreich. Neue Impulse für den Wechselkurs sind nun abzuwarten. Ein möglicher zeichnet sich bereits ab: Trumps Drohung, mit Zöllen gegen Länder mit Regulierung von Digitalkonzernen vorzugehen.

Perspektiven

Es sind bewegte Zeiten für den EUR-USD-Wechselkurs. Großen Einfluss darauf hat die US-Regierung. Zu Beginn wurde Trumps zweite Amtszeit mit höherer Inflation (aufgrund der avisierten Zölle) und daher höheren Zinsen sowie einem dynamischen Wirtschaftswachstum verbunden, was den US-Dollar seit Herbst 2024 stark aufwerten ließ (von 1,12 bis auf 1,02 USD je EUR im Januar 2025). Allerdings erfolgte Anfang März 2025 die Kehrtwende. Der EUR-USD-Wechselkurs schnellte nach oben. Im Mai übertraf er sogar das Vor-Trump-Niveau. Den ersten Meilenstein zur Euro-Aufwertung legten die Europäer Anfang März. Die Verkündung großer Fiskalpakete für Verteidigung und Infrastruktur in Deutschland sowie grünes Licht von Seiten der EU für höhere Verteidigungsausgaben haben einen Euro-freundlichen Stimmungswechsel herbeigeführt. Dann folgten die umfangreichen Zoll-Ankündigungen der US-Regierung Anfang April („Liberation Day“), die die Erkenntnis stärkten, dass Trump den USA – anders als anfangs erwartet – mit der Aussicht auf höhere Inflation einen Wachstumsdämpfer verpassen könnte. Zudem schaden Trumps erratische Zollpolitik sowie seine Versuche, die Fed zu politisieren, dem Ansehen des US-Dollar als Reservewährung. Mit diesen Perspektiven dürfte der Euro seine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar in Richtung der Marke von 1,20 langsam fortsetzen.

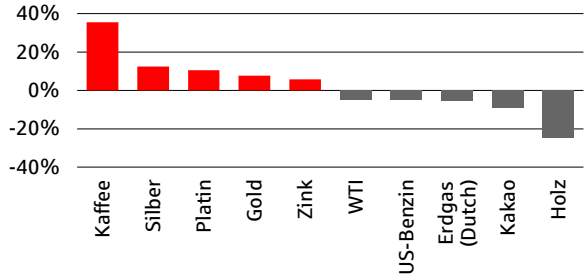
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2020 = 100)



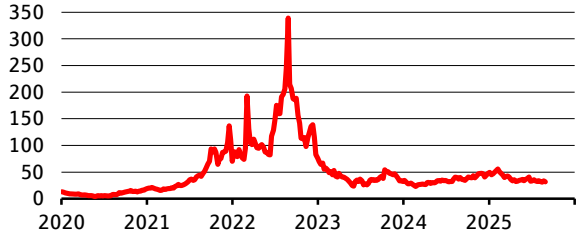
Quellen: Bloomberg, DekaBank

Tops und Flops der letzten vier Wochen*



* Veränderungsrate in %; Quellen: Bloomberg, DekaBank

Europäischer Gaspreis* (Dutch TTF)



* Einheit: EUR/MWh

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohstoffe	03.09.2025	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	27,8	-2,4	0,7
BCOM Industriemet.	143,2	2,7	1,1
BCOM Edelmetalle	354,5	8,2	37,5
BCOM Agrar	54,8	3,0	-0,4

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

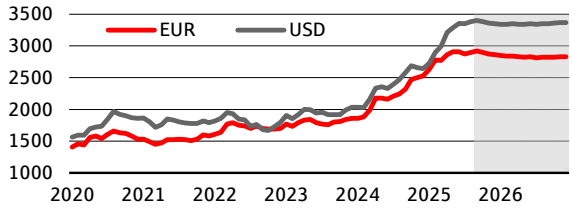
Die Entwicklung an den Rohstoffmärkten in den vergangenen Wochen war heterogen. Zwar lässt eine höhere Konjunkturdynamik in China, dem Land mit der größten Nachfrage nach Industriemetallen, weiterhin auf sich warten. Dennoch verzeichneten die Industriemetalle, allen voran Zink, Preisanstiege. Ähnliches zeichnete sich auch bei den Edelmetallen ab. Die Goldnotierung markierte Anfang September ein neues Rekordniveau und Silber ein 14-Jahreshoch. Lediglich Palladium geriet unter Druck. Auch für die Rohölnotierungen und den Gaspreis ging es abwärts. Denn die OPEC hat ihre freiwilligen Produktionskürzungen inzwischen vollständig zurückgenommen, wodurch am globalen Ölmarkt ein Überangebot herrscht. Einen Preisrückgang gab es zudem beim Gaspreis, obwohl die europäischen Gasspeicher Anfang September mit 77 % deutlich unter dem Füllstand des Vorjahresmonats lagen. Der Grund für die Entspannung am Gasmarkt dürfte in der Erwartung einer schwächeren Nachfrage Chinas für das restliche Jahr liegen, weshalb verstärkte Importe nach Europa erwartet werden. Damit dürften die europäischen Gasspeicher im Laufe des Herbst zu über 90 % gefüllt werden können.

Perspektiven

Anhaltende geopolitische Konflikte, moderate Inflationsraten sowie eine erratische Handelspolitik der USA dürften die Rohstoffmärkte im Prognosezeitraum bis Ende 2026 prägen, wobei das weltweite Wirtschaftswachstum von rund 3 % das Fundament bildet. Das für den Rohstoffbereich sehr relevante chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit schwach bleiben. Vor allem im Bereich der Industriemetalle wird die Nachfrage durch die konjunkturelle Schwäche Chinas gebremst. Gleichzeitig könnte ein verschärfter Handelskonflikt zwischen den USA und China zu Beeinträchtigungen der Lieferketten und damit zu stärkeren Preisausschlägen führen. Vor diesem Hintergrund wird das neue globale Gleichgewicht zunehmend von regionalen Produktionsmustern geprägt sein. Somit ist insgesamt mit einer nur moderaten Zunahme der globalen Rohstoffnachfrage zu rechnen. Der Umbau hin zu einem nachhaltigeren Wirtschaften dürfte die Energiepreise zumindest in der Übergangsphase strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden im Prognosezeitraum noch etwas Unterstützung durch die Lockerung der Geldpolitik erfahren. Zudem dürfte die geopolitische Risikoprämie für längere Zeit erhöht bleiben. Grundsätzlich ist zu beachten, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Wertschwankungen auftreten können.

Rohstoffe: Gold

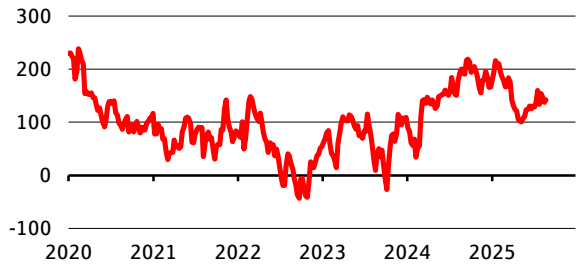
Gold (Preis je Feinunze)



Wertent- wicklung	von bis	31.08.19 31.08.20	31.08.20 31.08.21	31.08.21 31.08.22	31.08.22 31.08.23	31.08.23 31.08.24	31.08.24 31.08.25
Gold in Euro		19,03%	-6,78%	11,04%	5,19%	26,18%	31,48%
Gold in USD		29,38%	-7,85%	-5,45%	13,40%	28,63%	39,24%

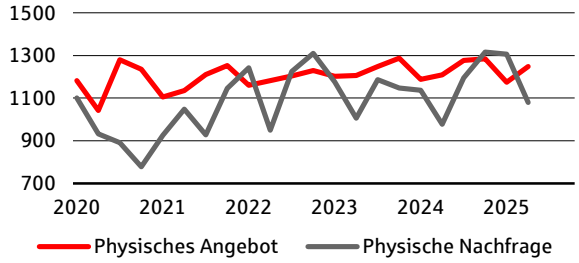
Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



* Anzahl der Long-Positionen abzüglich der Short-Positionen im Bereich „Managed Money“, in Tsd. Kontrakten. Quellen: CFTC, Bloomberg, DekaBank

Physisches Angebot und Nachfrage*



* in Tonnen; Quellen: World Gold Council, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Edelmetalle	03.09.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	3088,74	2901	2264
Gold (USD je Feinunze)	3606,10	3348	2500
Silber (EUR je Feinunze)	35,58	32	25
Silber (USD je Feinunze)	41,54	37	28
Prognose DekaBank	**in 3 Mon.**	**in 6 Mon.**	**in 12 Mon.**
Gold (EUR je Feinunze)	2860	2840	2820
Gold (USD je Feinunze)	3350	3350	3350

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

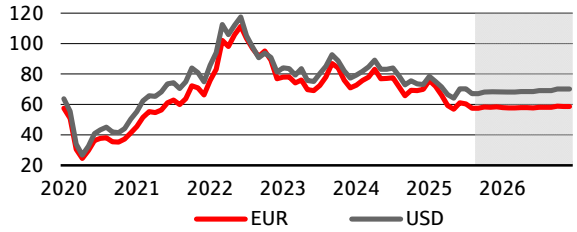
Nachdem die Goldnotierung in den vergangenen Monaten eine Verschnaufpause eingelegt hatte, meldete sie sich nun mit Schwung aus der Sommerpause zurück. Anfang September kostete die Feinunze Gold erstmalig mehr als 3.500 US-Dollar. Unterstützend wirkten ein schwächerer US-Dollar und Äußerungen von Fed-Chef Jerome Powell auf dem Notenbanksymposium in Jackson Hole, die auf eine Leitzinssenkung der Fed im September schließen ließen. Daneben profitierte die Goldnotierung aber auch von der weiterhin hohen handelspolitischen Unsicherheit durch die US-Zölle sowie von der sich intensivierenden Debatte rund um die Politisierung der US-Notenbank Fed. Aufgrund dieser Themen dürfte der Goldpreis schwankungsanfällig bleiben. Für unsere Preisprognose sehen wir zunehmend Aufwärtsrisiken, wobei die Höhenluft langsam dünner werden dürfte.

Perspektiven

Zentralbankkäufe, geopolitische Risiken und eine zunehmende politische Einflussnahme auf US-Institutionen durch die Trump-Regierung bestimmen die Entwicklung des Goldpreises. Dabei bleibt der Goldpreis hin- und hergerissen zwischen vorübergehenden Einflussfaktoren und langfristigen Trends. Geopolitische Risiken, darunter der Russland-Ukraine-Krieg, der Nahost-Konflikt und eine erratische Politik der USA unter Präsident Trump, dürften weiterhin für Unsicherheit und Aufwärtsdruck beim Goldpreis sorgen. Ein weiterer preistreibender Faktor sollte die anhaltende Goldnachfrage der Zentralbanken bleiben, insbesondere aus den Schwellenländern. Zugleich bergen die protektionistischen Maßnahmen der USA – wie die Einführung neuer Zölle – Aufwärtsrisiken für die US-Inflation. Eine Beschleunigung des Preisauftriebs in den USA könnte die US-Notenbank dazu zwingen, von den eigentlich noch zu erwartenden Leitzinssenkungsschritten abzusehen, was die Goldpreisdynamik etwas bremsen könnte. Alles in allem erwarten wir einen moderaten Aufwärtstrend des Goldpreises, der langfristig mindestens die globale Inflation widerspiegeln dürfte.

Rohöl

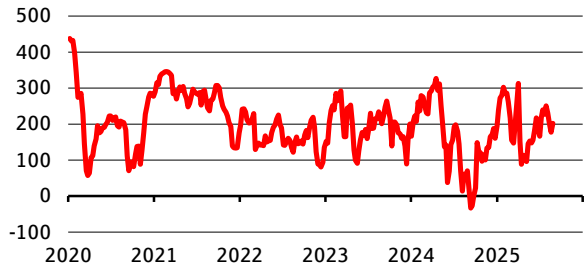
Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



Wertent-wicklung	von	31.08.19	31.08.20	31.08.21	31.08.22	31.08.23	31.08.24
	bis	31.08.20	31.08.21	31.08.22	31.08.23	31.08.24	31.08.25
Brent in Euro		-31,07%	63,07%	55,25%	-16,50%	-11,01%	-18,37%
Brent in USD		-25,07%	61,20%	32,20%	-9,98%	-9,28%	-13,55%

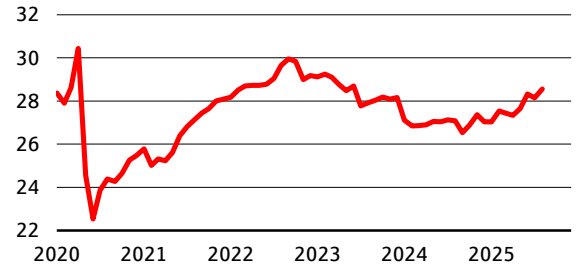
Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung* der Spekulanten



* Anzahl der Long-Positionen abzüglich der Short-Positionen im Bereich „Managed Money“, in Tsd. Kontrakten. Quellen: CFTC, ICE, LME, Bloomberg, DekaBank

OPEC Produktion (Mio. Barrels pro Tag)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohöl (Preis je Barrel)	03.09.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	57,9	60,4	66,8
Brent (USD)	67,6	69,7	73,8
WTI (USD)	64,0	67,3	70,3
Prognose DekaBank	**In 3 Mon.**	**In 6 Mon.**	**In 12 Mon.**
Brent (EUR)	58	58	58
Brent (USD)	69	68	69
WTI (USD)	66	65	66

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Die Ölpreise haben eine kleine Tal- und Bergfahrt hinter sich. Anfang August sanken die Ölnotierungen um wenige US-Dollar und blieben dann im weiteren Monatsverlauf auf diesem etwas niedrigeren Niveau. Seit Ende August stiegen die Ölnotierungen dann wieder an. Angebotsseitig könnten die verschärften US-Sanktionen die russischen Ölausfuhren beeinträchtigen, und nachfrageseitig geben die anstehenden US-Leitzinssenkungen etwas Auftrieb. Die OPEC+ hat mit dem letzten Schritt im September ihre freiwillige Produktionskürzung von 2,2 Mio. Barrels nunmehr vollständig zurückgenommen. Nicht zuletzt deshalb weitet sich das globale Überangebot an Rohöl aus. Daher dürften die Ölpreise auf absehbare Zeit unterhalb von 70 US-Dollar je Fass verharren.

Perspektiven

Am Ölmarkt vollziehen sich strukturelle Veränderungen. Die Ölnachfrage wird in Zukunft angesichts des globalen Umstiegs auf erneuerbare Energien zurückgehen. Die derzeitige US-Regierung wird diesen weltweiten Trend weg von fossilen Energiequellen nur bremsen, nicht aber vollständig stoppen können. Das globale Ölangebot dürfte im Jahresverlauf 2025 weltweit die Nachfrage übersteigen, was von dieser Seite Abwärtsdruck auf die Ölnotierungen bedeutet. Die OPEC+-Länder haben in Reaktion auf die neue US-Energiepolitik ihre Strategie geändert: Sie versuchen, ihre Marktanteile zu verteidigen und nehmen dafür ein niedrigeres Ölpreisniveau in Kauf. Zugleich wollen auch die USA ihre Ölförderung und -exporte ausweiten. Hinsichtlich der Nachfrage dürfte der globale Ölkonsum im Prognosezeitraum nicht zuletzt durch die chinesische Wachstumsschwäche gebremst werden. Perspektivisch spielt für den Rohölmarkt zudem die globale Absichtserklärung eine wichtige Rolle, die Netto-Emissionen von Kohlendioxid bis 2050 auf Null zu senken. Investitionen in fossile Angebotskapazitäten werden – mit Ausnahme der USA – reduziert. Hinsichtlich der Nachhaltigkeit hätten höhere Ölpreise eine wünschenswerte Lenkungswirkung, sofern in der Folge regenerative Energieträger stärker zum Zuge kämen. Langfristig wird Rohöl an Bedeutung verlieren und deshalb tendenziell im Preis nachgeben.

Szenarien

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- 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.

- Notenbanken senken Leitzinsen in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung auf neutrale Niveaus 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 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. Kaufkrafterhalt der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenarien (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- 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.

Redaktionsschluss: 04.09.2025 (7 Uhr)
Nächste Ausgabe: 07.10.2025

Herausgeber:
Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater:
Tel. (0 69) 71 47 - 23 81
E-Mail: ulrich.kater@deka.de

Impressum:
https://deka.de/deka-gruppe/impressum

Disclaimer:
Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank 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. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber 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 Meinungsaussagen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. 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. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

DekaBank
Deutsche Girozentrale
Große Gallusstraße 14
60315 Frankfurt
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 0
Telefax: (0 69) 71 47 - 19
www.deka.de

Überreicht durch:
Sparkasse Wolfach
Bahnhofstr. 4
77709 Wolfach
Tel.: (0 78 34) 972 - 0
www.sparkasse-wolfach.de

Finanzgruppe