



ANALYSE

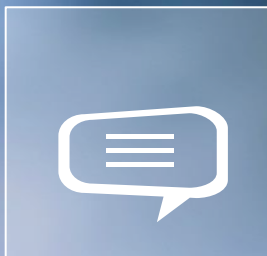


# Konjunktur- und Zinsausblick

## DZ BANK Forum Online-Update 2024

Dr. Jan Holthusen  
Leiter Research und Volkswirtschaft

Frankfurt, 5. November 2025



# Rückblick auf unsere Prognosen vom März 2025



Wachstum BIP		
	2025	2026
	0,5%	0,8%
	0,0%	0,8%

Inflation		
	2025	2026
	2,2%	1,9%

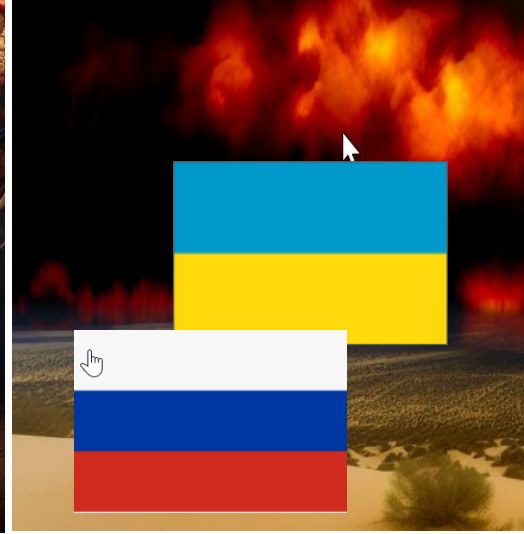
	Ist 6.3.2025	Prognose per 08/25	Prognose per 02/26	Stand: 31.10.2025
Leitzinsen (Einlagensatz in %)	2,50	1,75	1,75	2,00
10 Jahre Bund (%)	2,83	2,50	2,75	2,65
Fed Funds (ob. Satz in %)	4,50	4,00	4,00	4,00
10 Jahre US-Treasuries (%)	4,30	4,70	5,00	4,10
EUR/USD	0,97	0,97	1,02	1,16

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

# Kriege, schwache NATO, Trump ohne Konzept



Und wirtschaftlich gerät Europa zwischen die Fronten hegemonialen Strebens



Quelle: White House; DZ Chat; mit KI erstellt



# Der „Deal“: EU muss deutliche Zugeständnisse machen



Rahmenabkommen noch nicht rechtsbindend

EU	USA
Zölle auf Industriegüter aus den USA werden gestrichen EU-Kommission hat Vorschlag Ende August eingereicht, Zustimmung von EU-Parlament und evtl. Rat aber immer noch offen	Zoll von 15% auf fast alle Importe aus der EU Autozölle werden rückwirkend zum 1. August von 27,5% auf 15% gesenkt, zu viel gezahlte Zölle sollen erstattet werden
Bevorzugter Marktzugang für ausgewählte Agrargüter aus den USA (z.B. Nüsse, Schweinefleisch, Hummer...)	Stahl- & Aluminium-Zölle bleiben bei 50% (Quotenlösung?) WTO-Zölle > 15% bleiben (z.B. Tabak, Erdnüsse, Pick-ups)
Kaufzusagen bis 2028: Energieträger (750 Mrd. USD), KI Chips (40 Mrd. USD), Rüstungsgüter	Ausnahmen: Für Generika, Flugzeuge & Flugzeugteile bleibt niedriger WTO-Zoll
Investitionszusagen bis 2028: 600 Mrd. USD in strategischen Sektoren	
Verzicht auf Einführung einer Digitalsteuer (auf EU-Ebene)	
EU-Standards werden geschliffen Nachhaltigkeit, Umweltschutz, Hygiene- und Sicherheitsstandards	
Unterm Strich: Abkommen nur vorteilhaft im Vergleich zu Zolldrohungen (Autos: 15% statt 27,5%; Pharma: 15% statt ansteigend auf bis zu 250%; Halbleiter: 15% statt 100%; Generika & Flugzeuge: quasi zollfrei)	

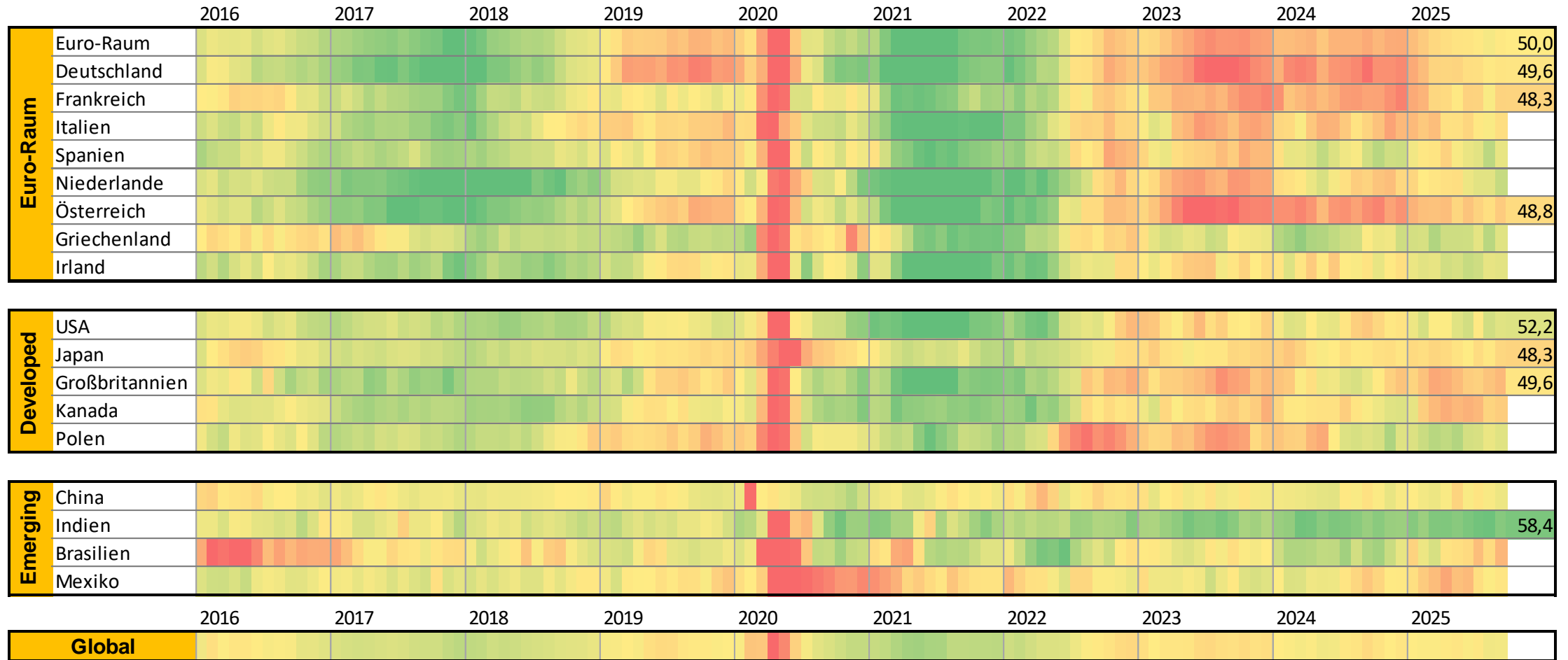
Quelle: EU-Kommission, DZ BANK

# Weltweite Industrie: Zaghafte Stabilisierung auf niedrigem Niveau



Leichte Zuversicht baut vor allem auf positiver Erwartungshaltung und Lageraufbau auf

Global Manufacturing PMIs, saisonbereinigt



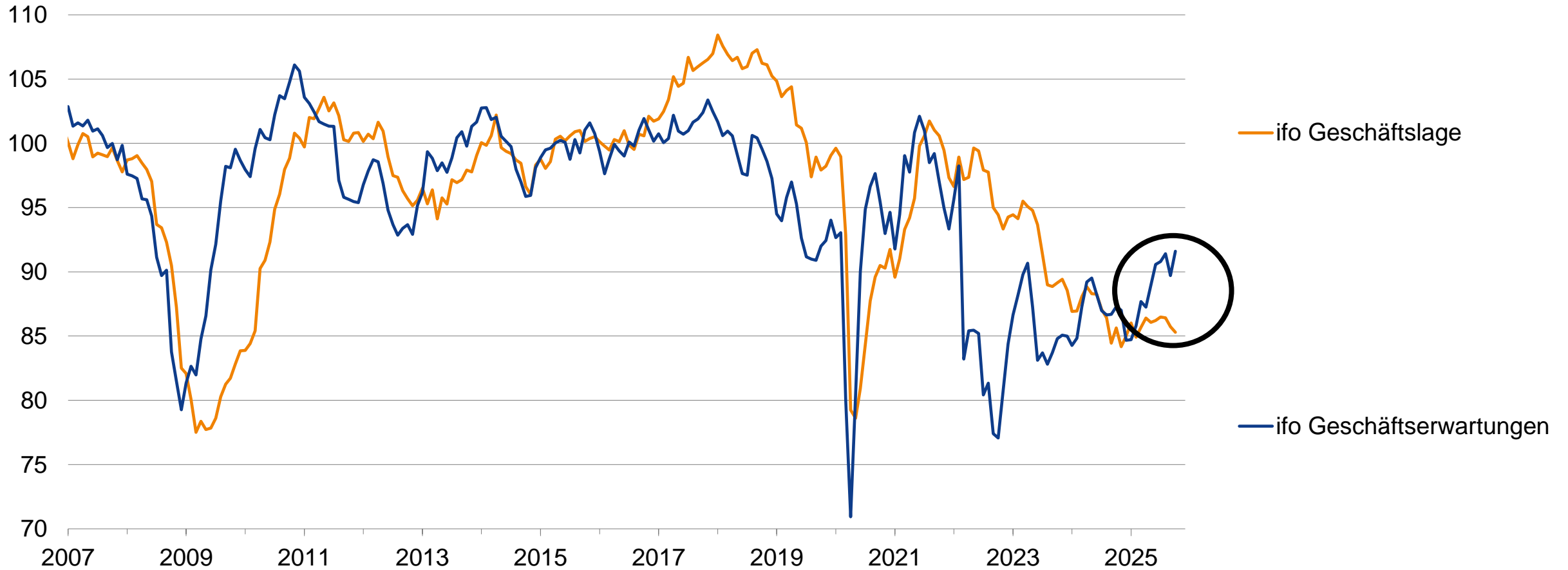
Quelle: S&P Global, DZ BANK; ein Wert über 50 (grün) deutet auf Wirtschaftswachstum hin, während ein Wert unter 50 (rot) auf eine schrumpfende Wirtschaft hinweist.

# Geschäftsklima stieg im Oktober leicht, aber nur durch Erwartungen



Lagebewertung schwächer, Zolldeal hat bestehende Unsicherheit nicht beendet

ifo Geschäftsklima: Komponenten (Indexwerte, 2015=100)



Quelle: ifo Institut

# Fiskalmaßnahmen der Bundesregierung



## Infrastrukturinvestitionen und Verteidigung stützen – priv. Investitionen ankurbeln

### ➤ Maßnahmen

- **Sondervermögen Infrastruktur** in Höhe von 500 Mrd. Euro für die Dauer von zwölf Jahren
  - davon: 100 Mrd. für die Bundesländer, 100 Mrd. für den Klima- und Transformationsfonds
- **Verteidigungsausgaben**, die 1% des BIP überschreiten, werden von der Schuldengrenze ausgenommen
  - Ziel: Aufwuchs der Verteidigungsausgaben von rund 2% des BIP in 2024 auf 3,5% in 2029
- **Investitionsbooster**: 30 % degressive Abschreibung auf Ausrüstungsgüter bis 2027
  - Entlastung der Unternehmen und Beschleunigung von Investitionen

### ➤ Was ist zu beachten?

- **time-lag**: Planung, Ausschreibung, Vergabe, Produktions- oder Baubeginn, Auszahlung...
- keine lineare Aufteilung der Mittel, sondern eher **Front-Loading**
- Beschaffung und Aufträge können auch an **ausländische Firmen** gehen => Anstieg der **Importe**
- Steigende Nachfrage kann mit der Zeit zu **Kapazitätsengpässen** und damit zu Preiseffekten führen
- **private Investitionen** hängen von der **Kapazitätsauslastung** und den **Geschäftsperspektiven** ab
- **Multiplikatorwirkung in der Summe** tendenziell geringer als 1 (konservativ 0,6)

### ➤ Annahme zur Wirkung

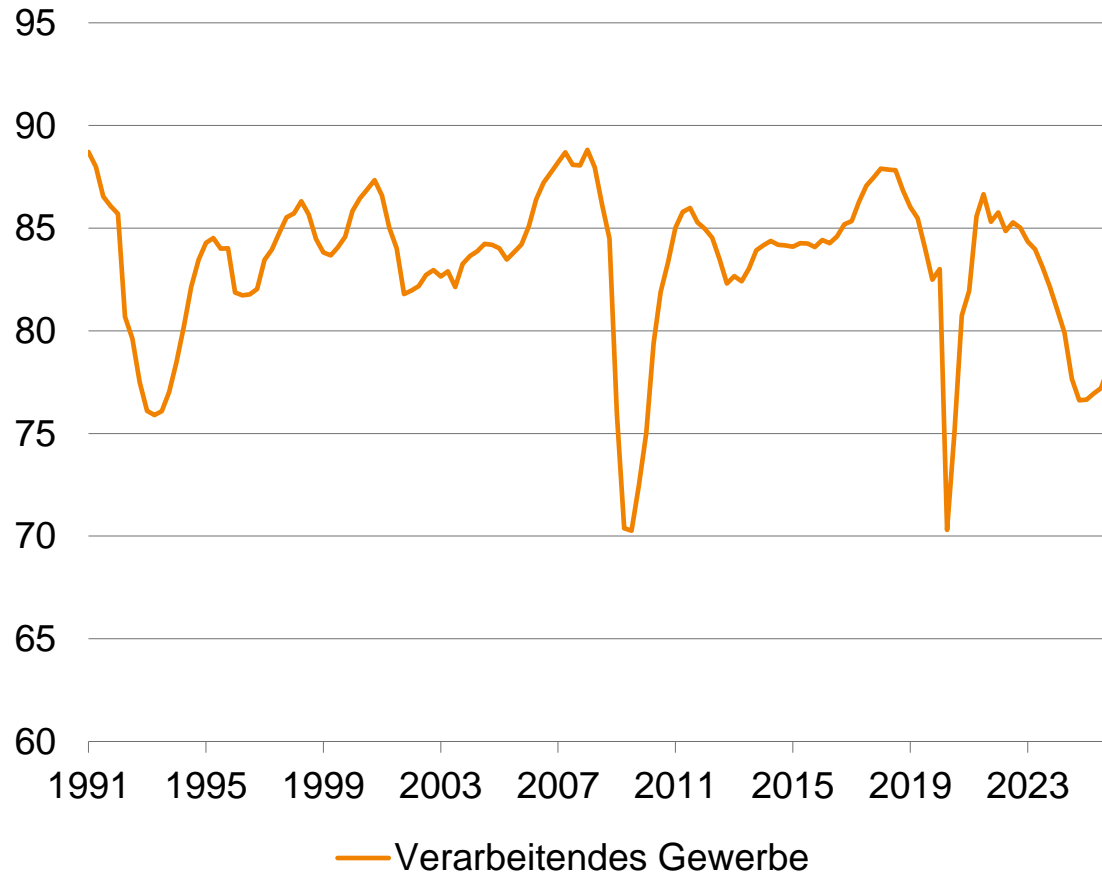
- **2026** stärkere Effekte => netto 50 Mrd. nominal => rund 40 Mrd. real => Wachstumswirkung **0,7 Prozentpunkte**
- **2027** Effekte verlieren an Stärke => netto 30 Mrd. nominal => 23 Mrd. Euro => Wachstumswirkung **0,3 Prozentpunkte**

# Geringe Kapazitätsauslastung – Hoffnung auf Wachstum?

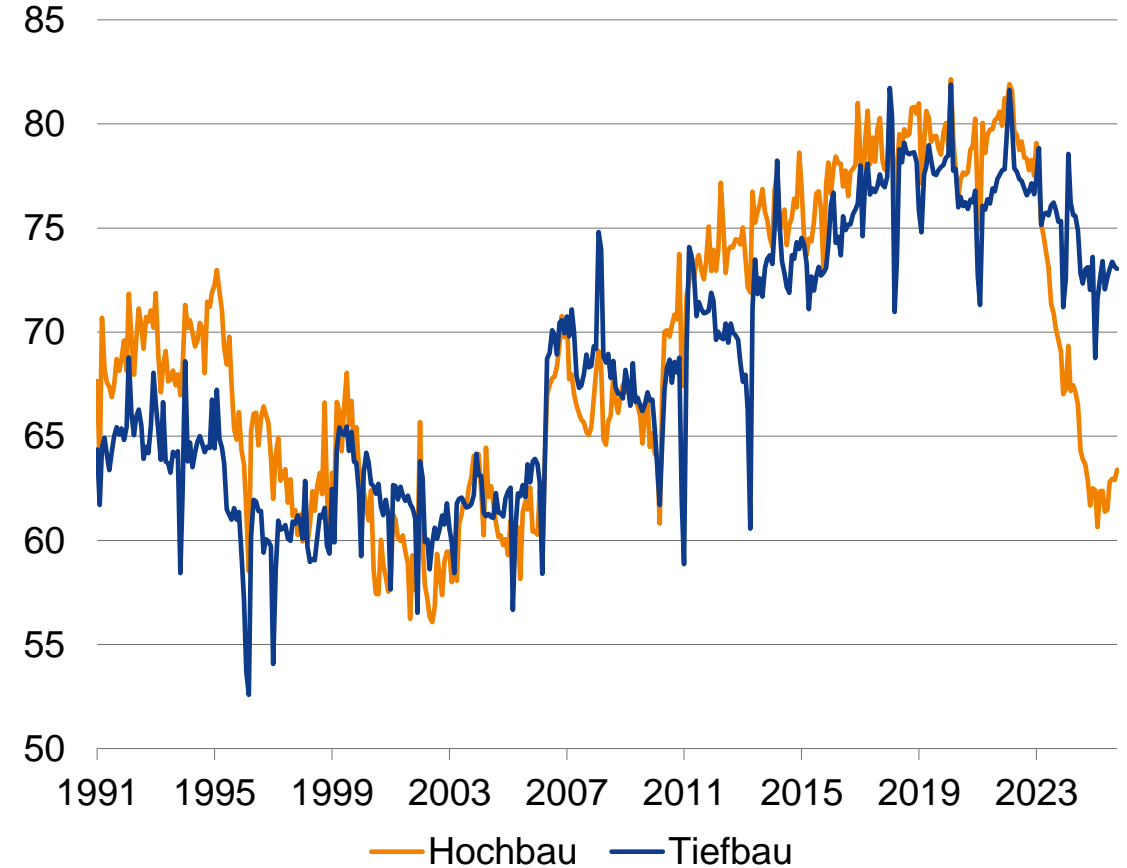


Niedrige Auslastung im Verarbeitenden Gewerbe und Hochbau – Tiefbau höher

Kapazitätsauslastung in %, Quartalswerte



Kapazitätsauslastung in %, Monatswerte



Quelle: ifo Institut, DZ BANK

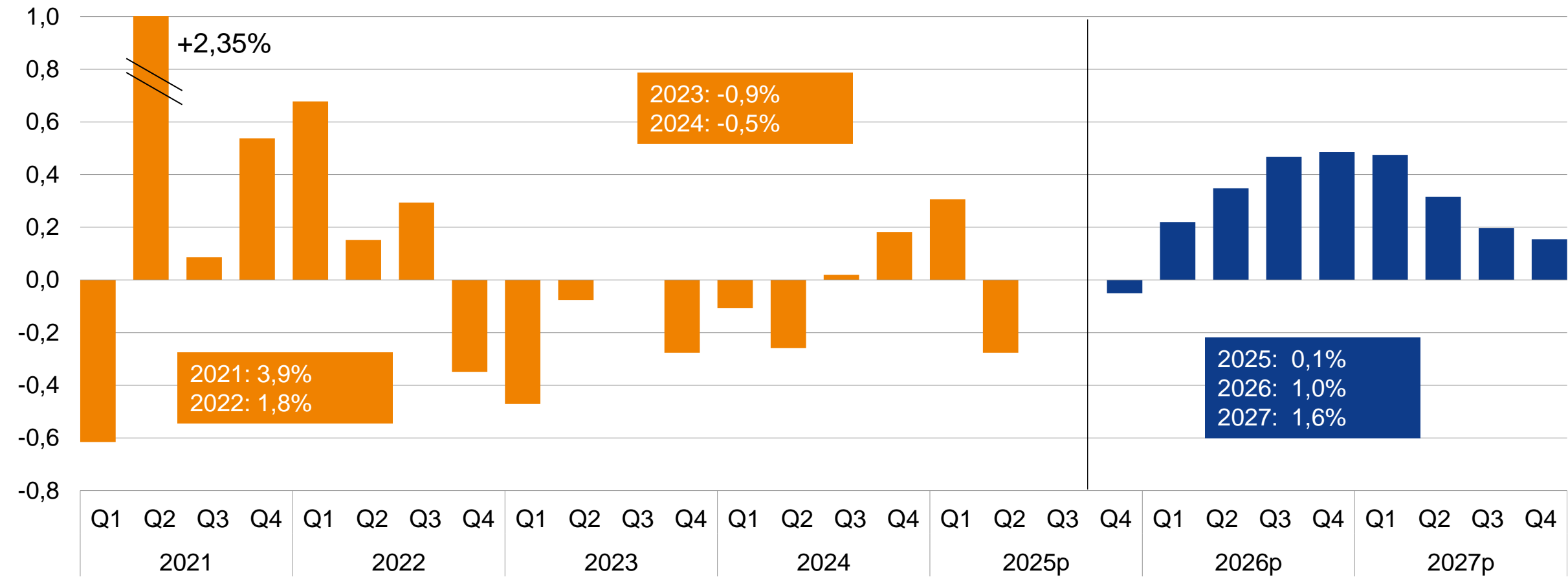


# Zollchaos drückt Wirtschaftswachstum 2025



Nach US-Zollschock wirken die neuen Fiskalpakete in den Jahren 2026 und 2027

Bruttoinlandsprodukt: Veränderung Q/Q in %



Quelle: Destatis, DZ BANK,

# Prognoseübersicht der Wirtschaftsforschungsinstitute September



Breite Streuung als Folge der hohen Unsicherheit



Quelle: Angaben der Institute; \*Gemeinschaftsdiagnose ist ein Gemeinschaftsprodukt für die Bundesregierung. Beteiligt daran sind: DIW, ifo, ifW, IWH und RWI

# Ein Kompass für den „Herbst der Reformen“



Empfehlung der Gemeinschaftsdiagnose umfasst 12 Punkte

- Internationale Kooperation fördern
- Wettbewerbsfähigkeit stärken
- Globale Zusammenarbeit bei Umwelt- und Sozialstandards
- Diversifizierung der Lieferketten
- Effizienzsteigerungen im Gesundheitswesen
- Nachhaltige Rentenpolitik
- Verbesserung der Arbeitsanreize
- Aus- und Weiterbildung fördern
- Verbesserung der Standortbedingungen
- Energiewende mit marktwirtschaftlichen Instrumenten
- Begrenzung der öffentlichen Neuverschuldung
- Realistische Finanzplanung



**GEMEINSCHAFTS-  
DIAGNOSE**

n



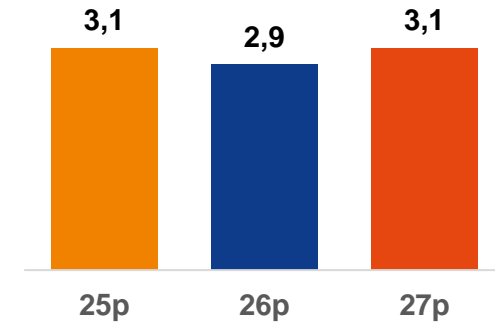
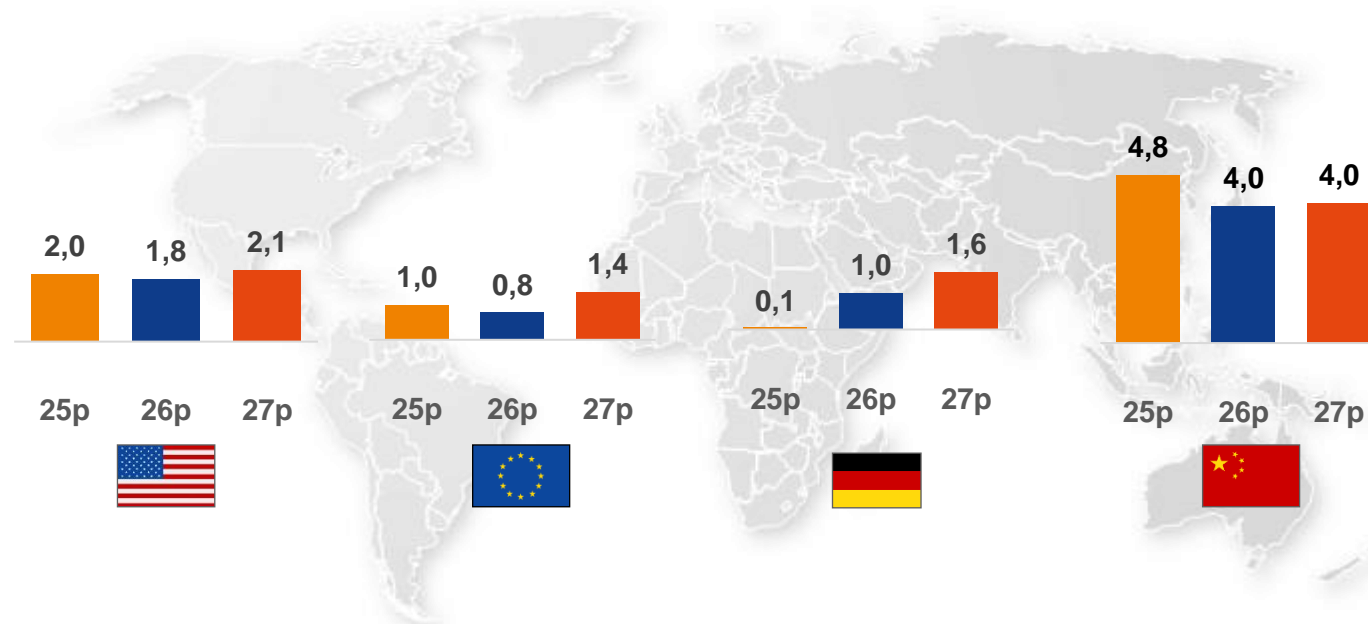
Quelle: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2025

# Weltwirtschaft: Vor der Erholung kommt die Wachstumsdelle



Globales Konjunkturbild aktuell aber uneinheitlich

Bruttoinlandsprodukt (J/J in %; p=Prognose)



## Wirtschaftswachstum



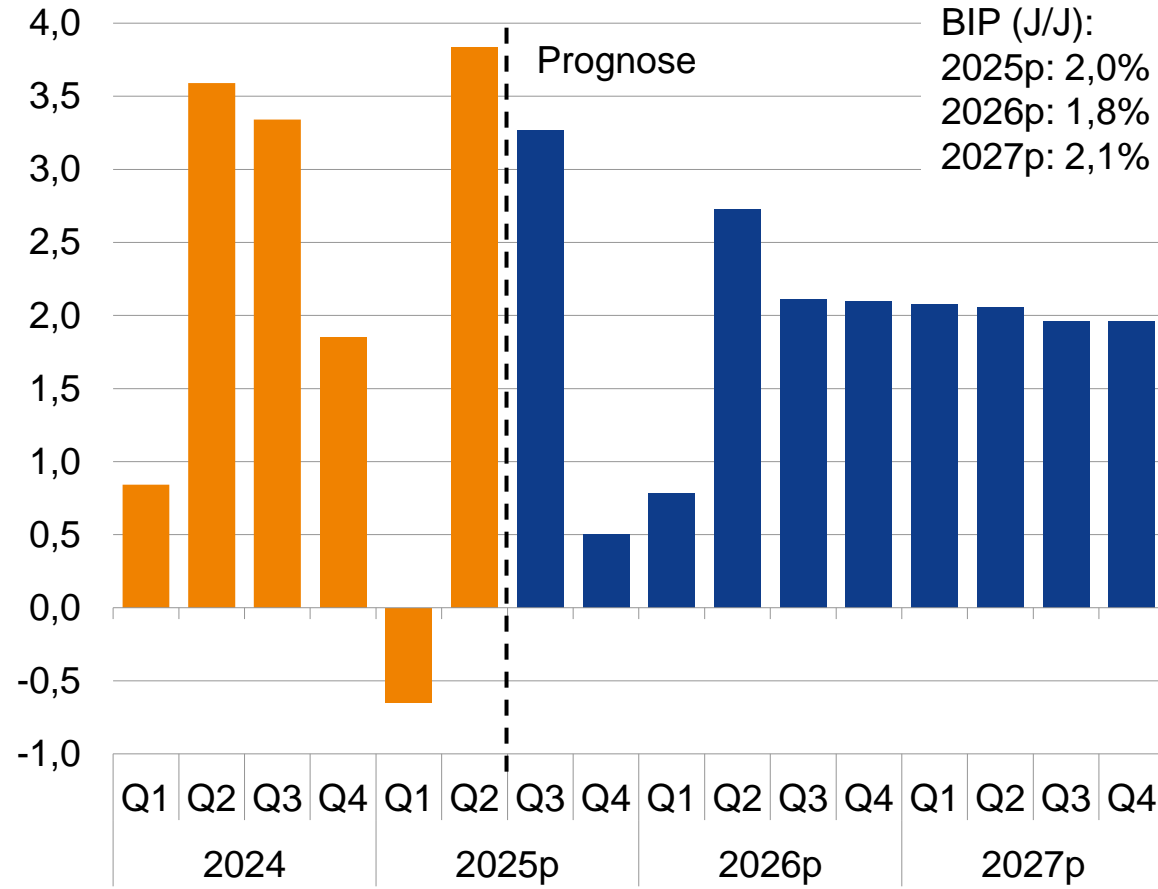
Quelle: Macrobond, Oxford Economics, DZ BANK

# USA: Zölle dürften die Inflation antreiben, ...

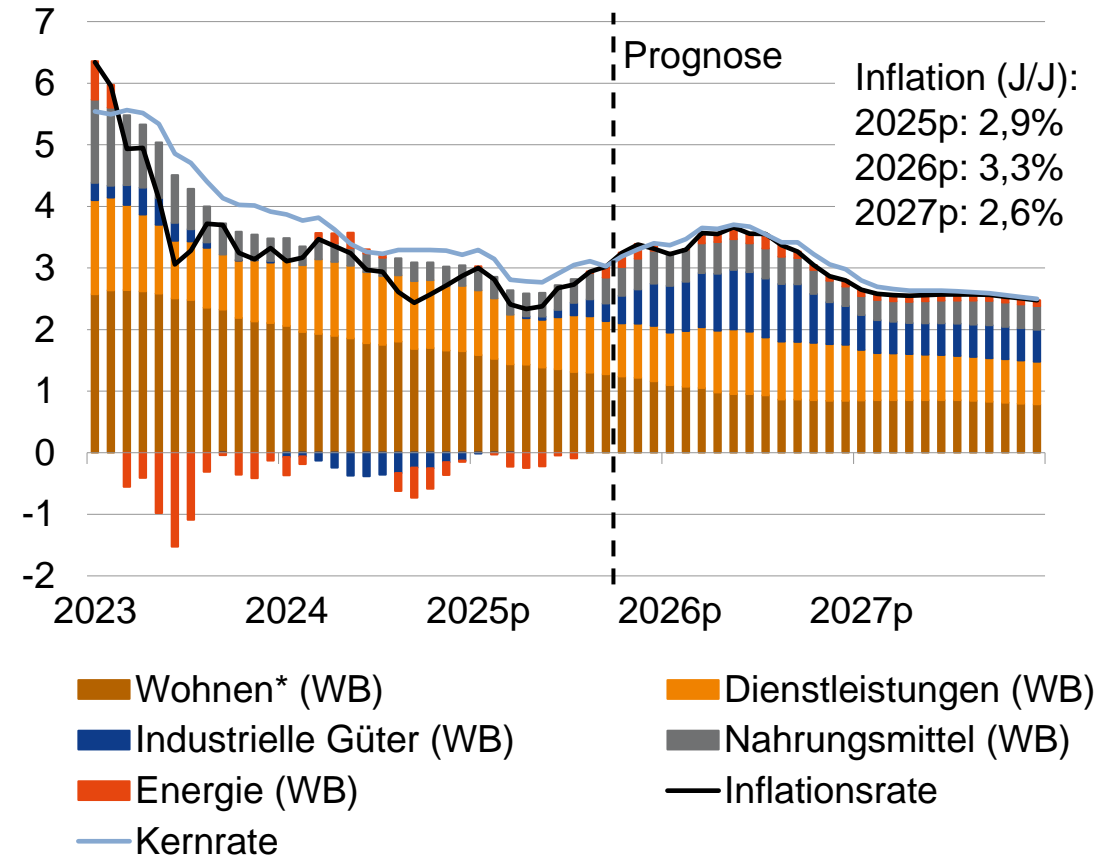


... und die Konjunktur zeitnah bremsen

BIP Q/Q in %, annualisierte Raten



J/J in %, WB=Wachstumsbeitrag in %-Punkten



Quelle: BEA, BLS, p=Prognose: DZ BANK; \*Mieten, Eigentüermieten & externe Unterbringung



# Trump wirft mit Beleidigungen um sich

Fed-Chef Jerome Powell bleibt ruhig



Nov. 2, 2017

I have nominated Jay to be our next Federal Chairman, and so important because he will provide exactly that type of leadership. He's strong, he's committed, he's smart.

Quelle: White House; Federal Reserve; [Remarks on the Nomination of Jerome H. Powell To Be Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System](#) | [The American Presidency Project](#)

# Reguläre Amtszeit von Jerome Powell endet im Mai 2026



Was passiert bis dahin?

Nominierung des  
Fed-Vorsitzenden  
erfolgt durch den  
US-Präsidenten

Muss vom Senat  
bestätigt werden  
(53:47 Mehrheit  
Republikaner)



Sowohl **Bernanke** als auch **Yellen**  
haben ihre restliche Amtszeit als  
FOMC-Mitglied nicht mehr erfüllt

2026

2028

In der Vergangenheit wurde ein neuer  
Fed-Chef etwa **3,5 Monate** vor Ablauf  
der Amtszeit des amtierenden  
Notenbankchefs nominiert

Powell's Amtszeit als  
**Fed-Vorsitzender** endet  
am 23. Mai 2026



Powell's Amtszeit als  
**FOMC-Mitglied** endet am  
31. Januar 2028

# Trump'sche Geldpolitik nicht besser als seine Zollpolitik



...aber mit (noch) mehr Zündstoff für die Kapitalmärkte

Wirtschaft schwächt  
sich ab, aber keine  
Rezession

Inflation über Ziel;  
hohe Inflations-  
erwartungen

Ziele:

- Staat soll sich günstiger finanzieren
- Hypothekenzinsen sollen sinken

Fed senkt in  
expansiven  
Bereich

kfr. Zinsen sinken

*"Our Fed Rate is AT LEAST 3 Points too high. "Too Late" is costing the U.S. 360 Billion Dollars a Point, PER YEAR, in refinancing costs. No Inflation, COMPANIES POURING INTO AMERICA. "The hottest Country in the World!" LOWER THE RATE!!!"* Trump (9.7.2025 auf Social Truth)

Inflationserwar-  
tungen steigen

lfr. Renditen  
sinken nicht /  
steigen

Ziel:  
langes Ende der Kurve unter  
Kontrolle bringen

Anleihekäufe Fed  
finanz. Repression

Mar-a-Lago-  
Akkord ?

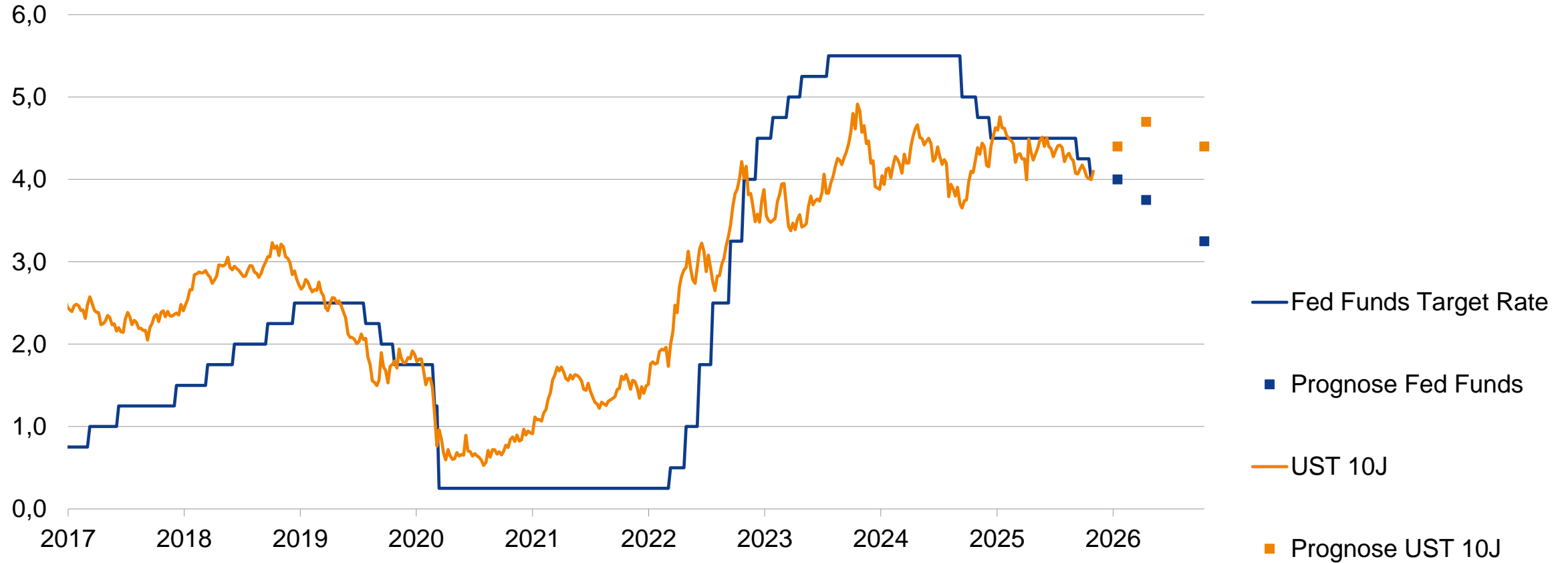


# US-Währungshüter stellen weitere Zinssenkungen in Aussicht



10J Treasuries im Spannungsfeld zwischen Senkungsfantasie und Fiskalsorgen

US-Zinsen (Leitzinsen und Staatsanleiherenditen in %)



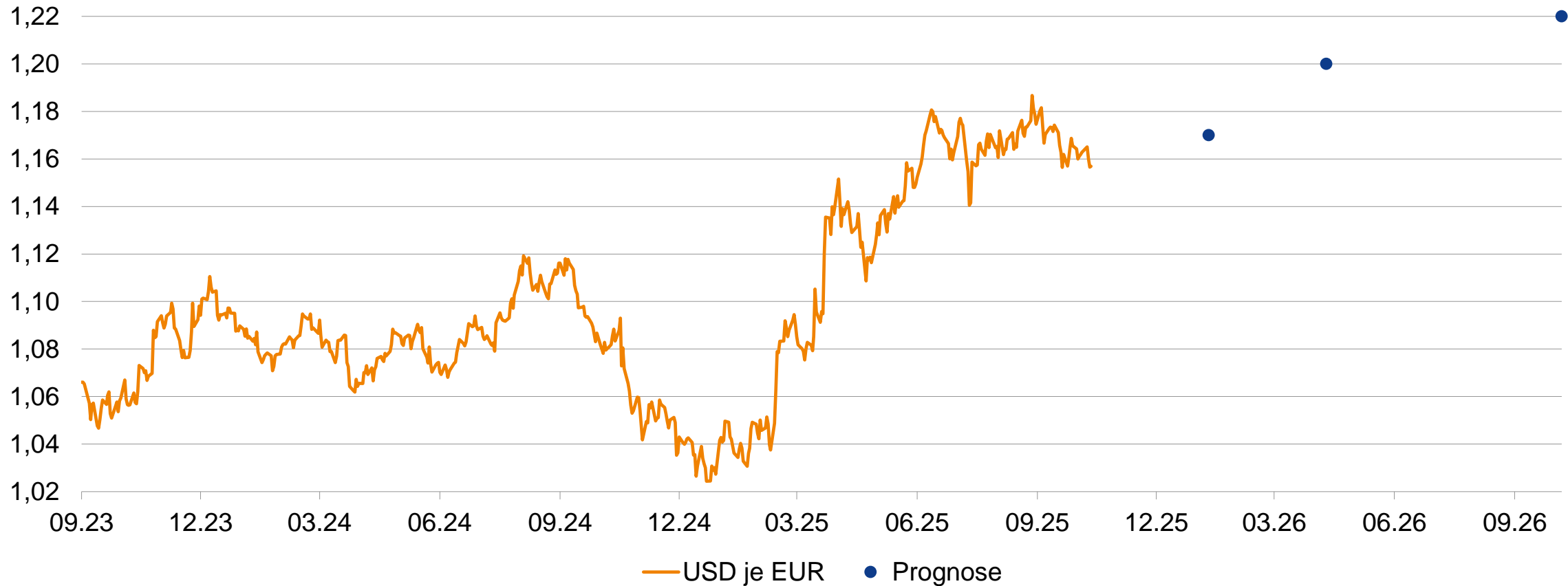
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

# EUR-USD: Prognose

USD-Vertrauensverlust sowie EWU-Wachstumsperspektive als treibende Faktoren



US-Dollar je Euro



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

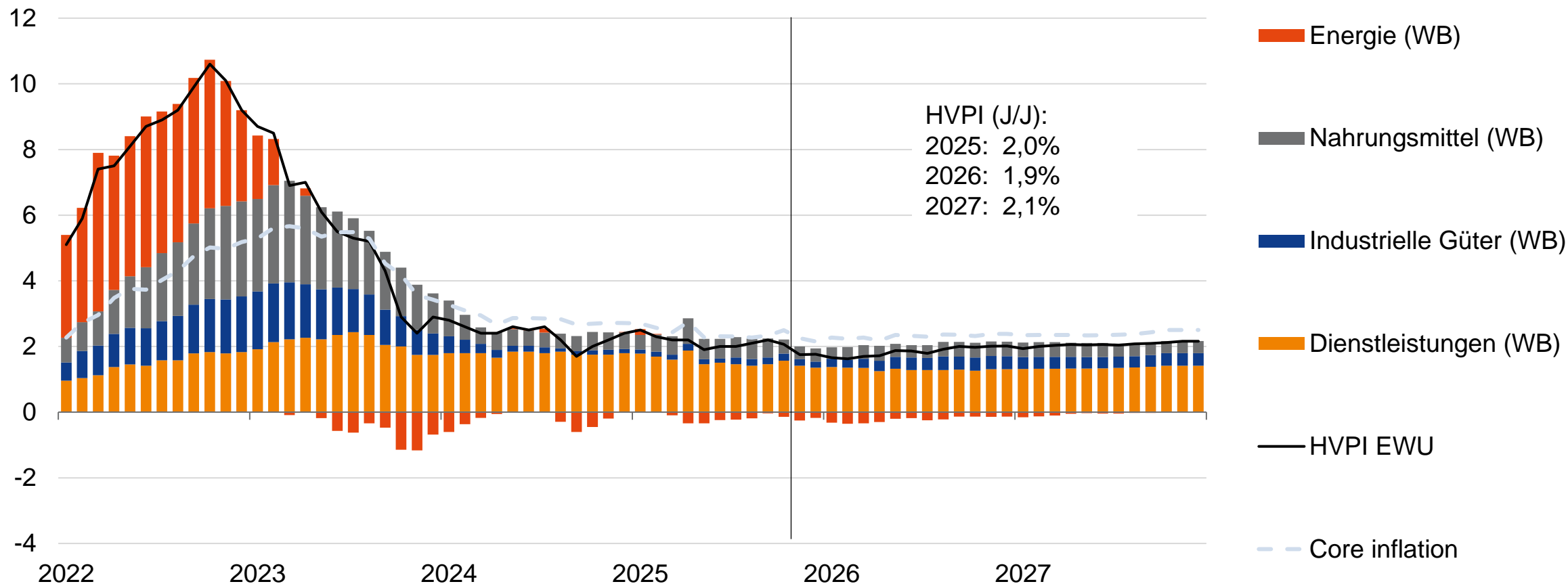


# EZB: Mission accomplished - Inflation, bleibt leicht unter der 2%-Marke



Schwächere Lohnentwicklung dämpft, Wechselkurs und Energiepreise ebenso

HVPI J/J in %, WB: Wachstumsbeiträge zur jährlichen Veränderungsrate des HVPI



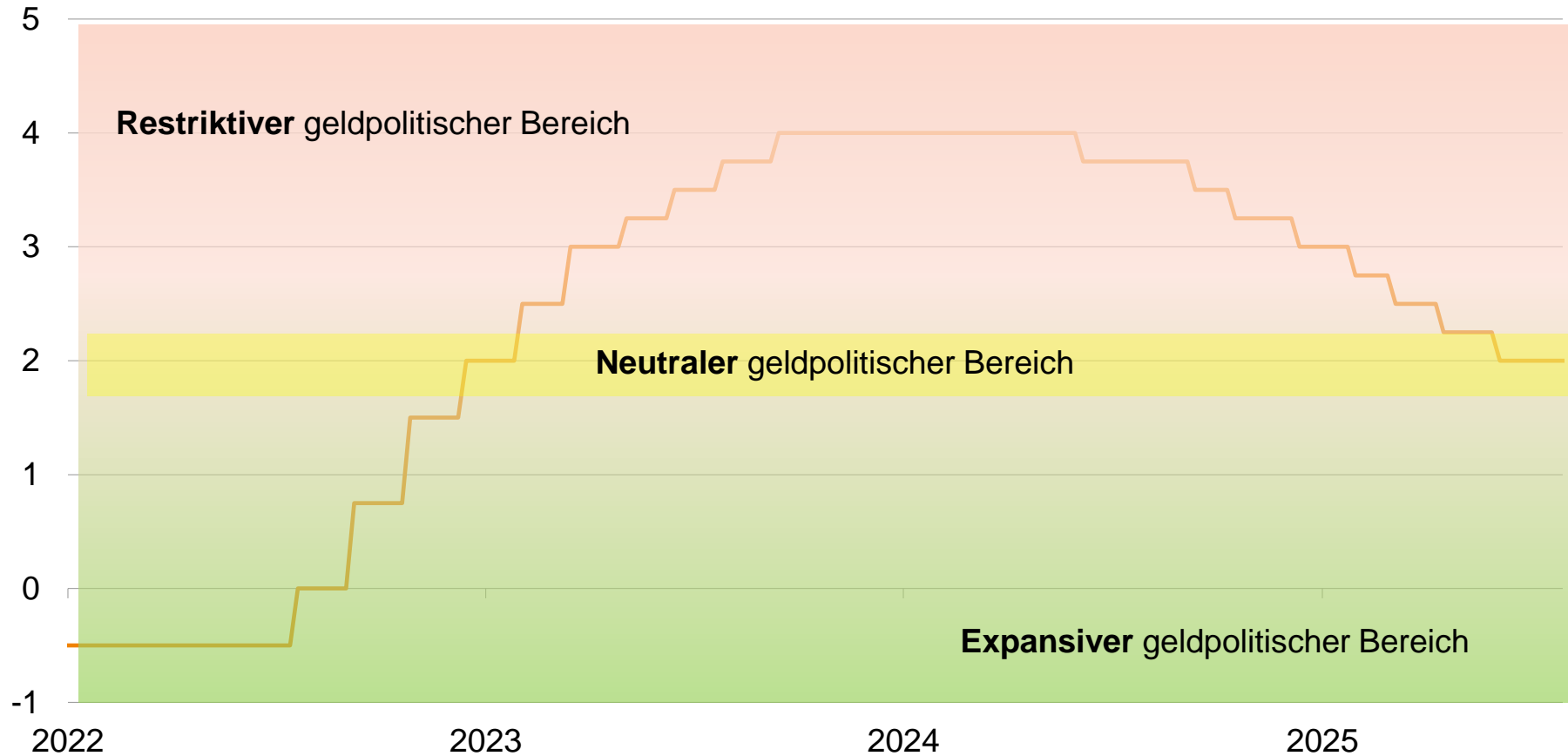
Quelle: Eurostat, Prognose DZ BANK

# Leitzinsniveau nunmehr in der Mitte des „neutralen Bereichs“

EZB wird vorsichtiger



EZB-Einlagesatz (in %)



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

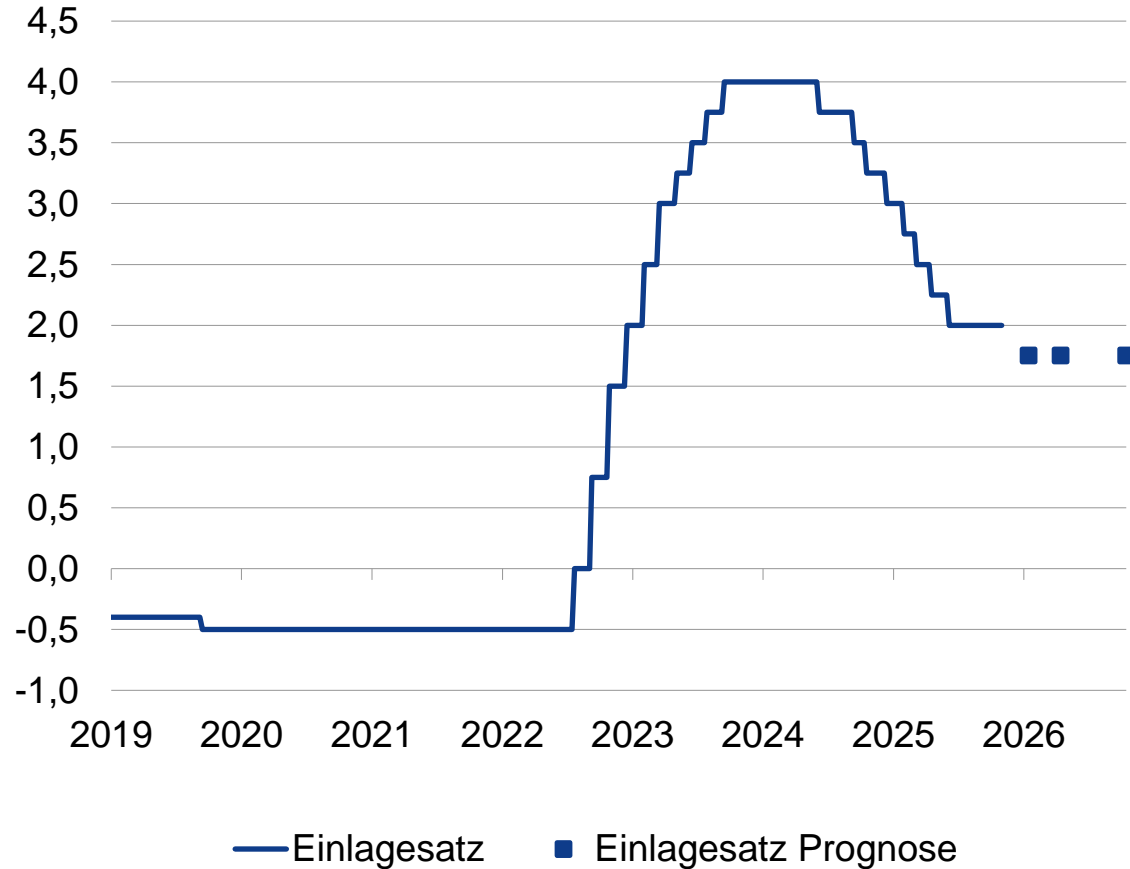
Quelle: Bloomberg; DZ BANK

# Tür für einen weiteren Senkungsschritt noch nicht verschlossen

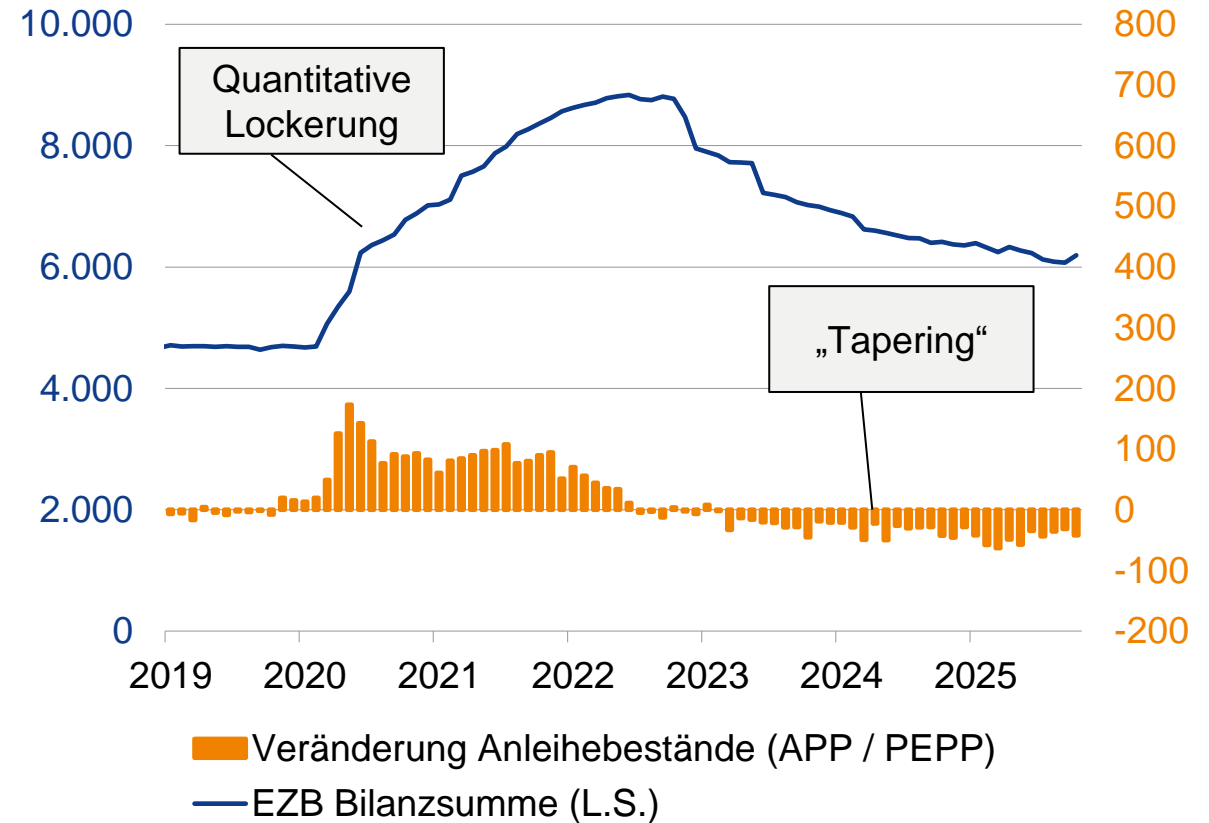


Neutrales Leitzinsniveau im Visier – Einlagesatz dürfte auf 1,75% gesenkt werden

EZB Leitzinsen (in %)



EZB Ankaufprogramme / Bilanz (in Milliarden Euro)



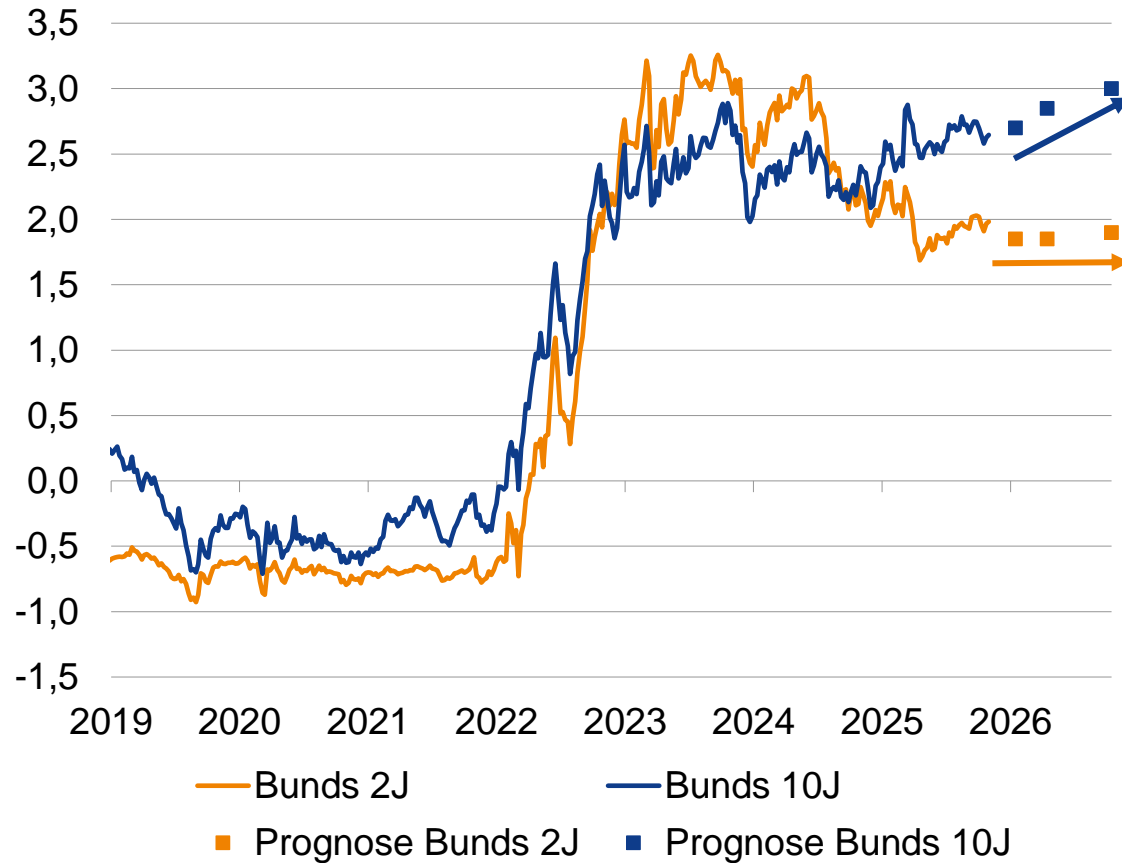
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

# Anstieg der 10J-Bundrendite – Spiegelbild fiskalischer Risiken

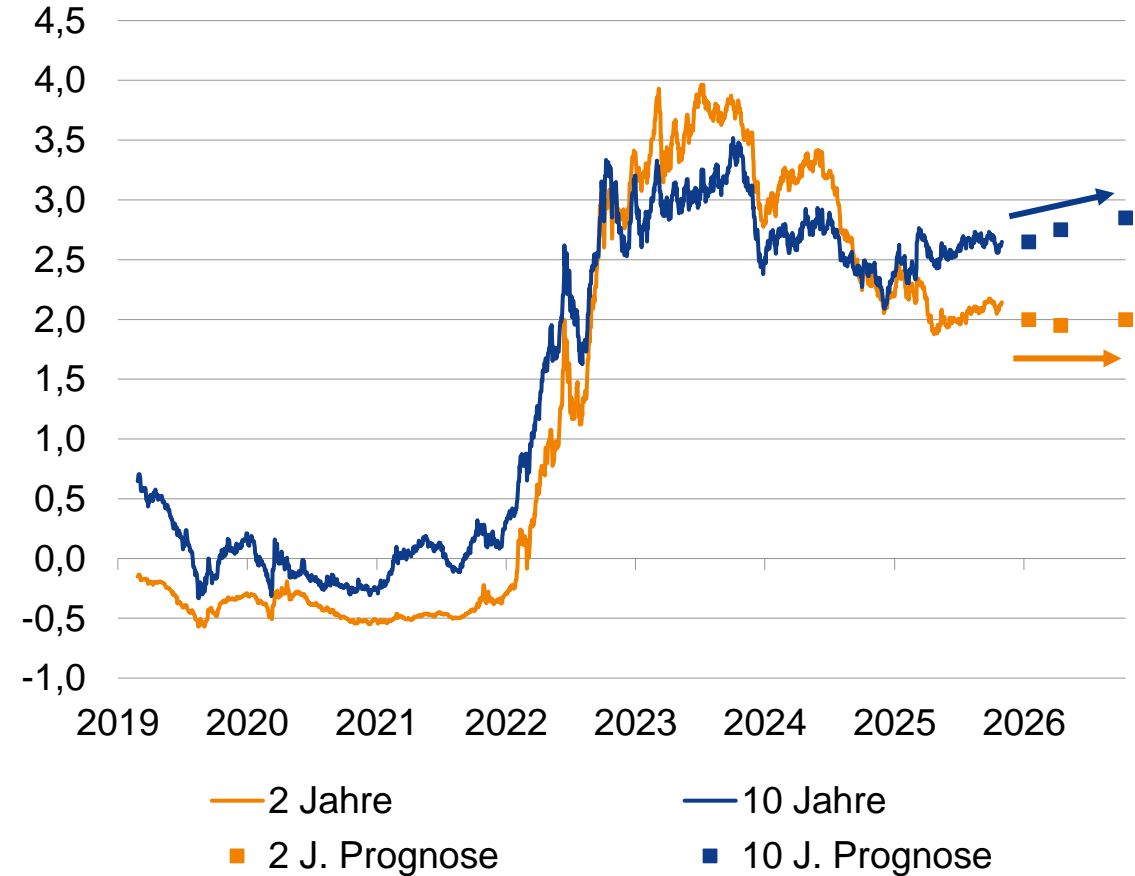
Kurzes Ende im Bann der EZB – Langes Ende im Aufwind: Wachstum + Schulden



Bundrenditen in Prozent



EUR-Swapsätze in Prozent



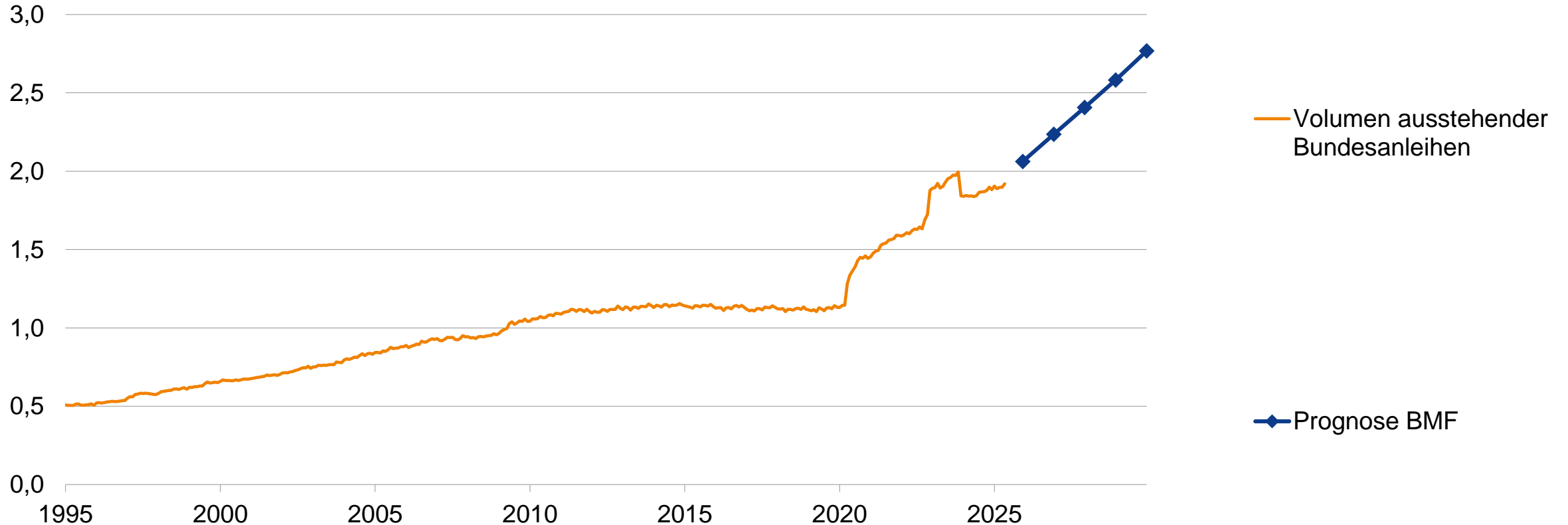
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

# Die Bundesregierung schöpft aus dem Vollen



Volumen ausstehender Bundesanleihen steigt um mindestens 50% in nur fünf Jahren

In Billionen Euro



Quelle: DZ BANK, Bundesministerium für Finanzen (BMF)

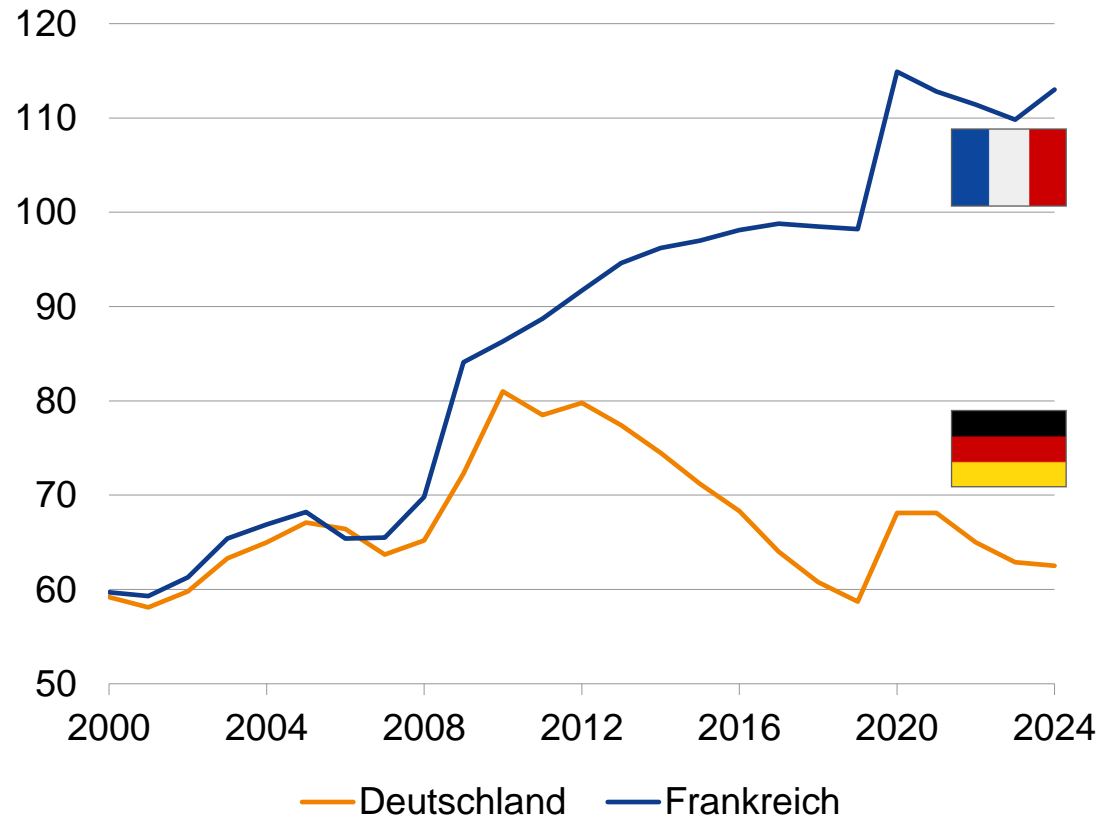


# Frankreichs Krise hält an – Premier Lecornu unternimmt zweiten Anlauf

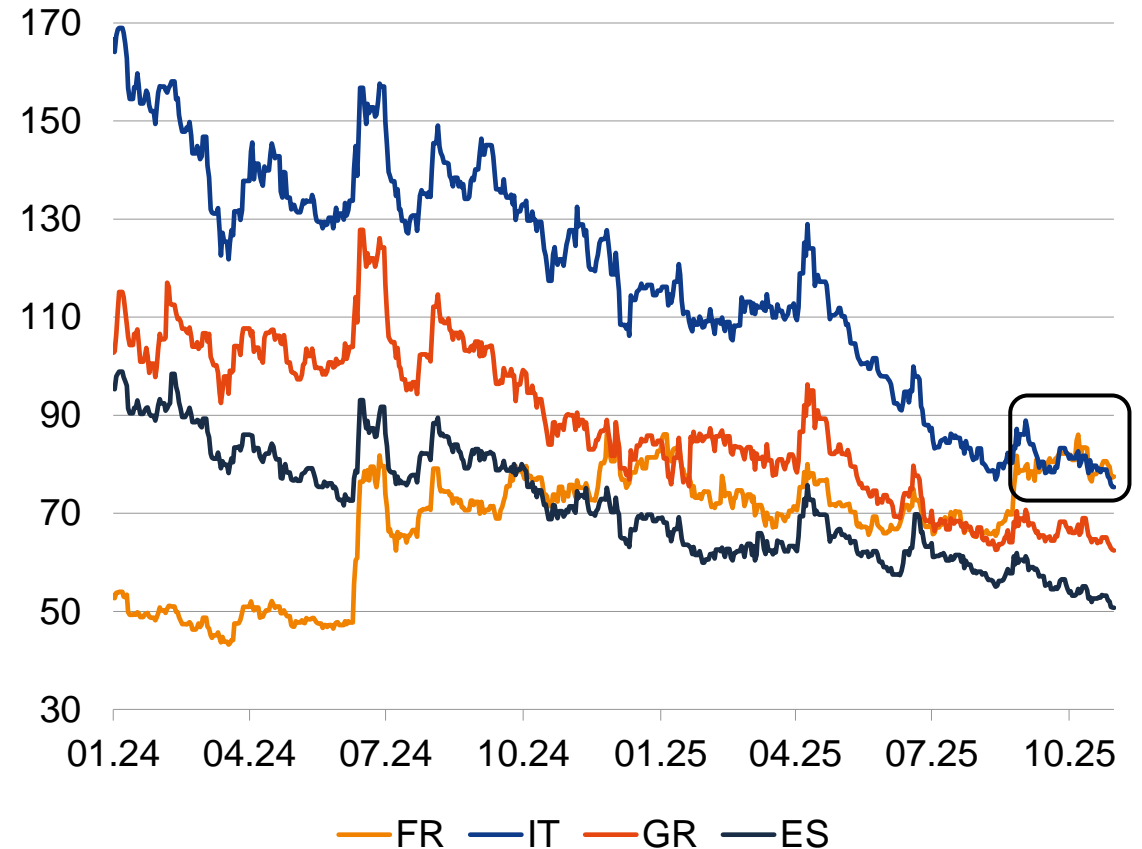


Drei Regierungen in weniger als einem Jahr scheiterten an der schwierigen Haushaltslage

Verschuldung Frankreichs (in % des BIP) dynamisch angestiegen



Frankreichs Risiko auf Italien-Niveau (10J Bund-Spread in Bp.)



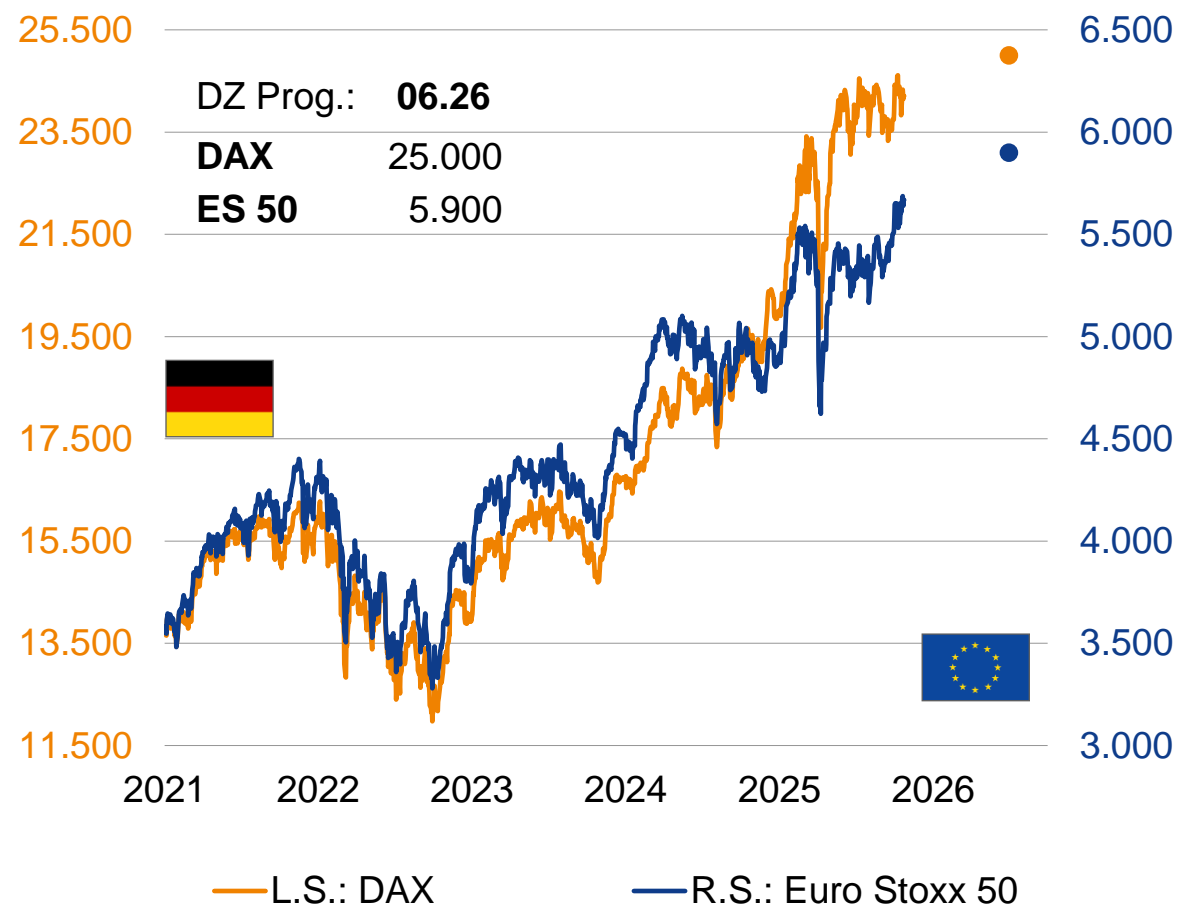
Quellen: DZ BANK, Eurostat, Bloomberg

# Kurzfristiger Gegenwind vs. langfristig intakte Aufwärtsbewegung

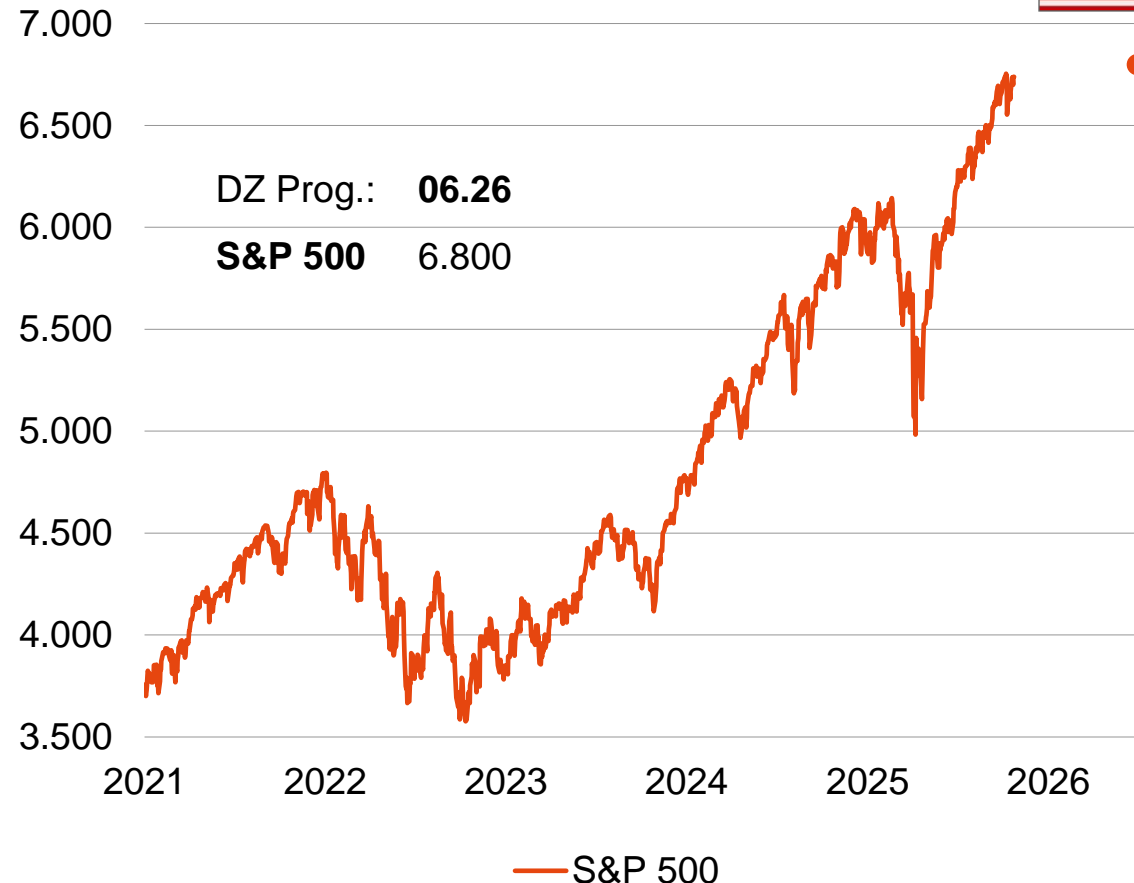


Robusteres konjunkturelles Umfeld und neutrale (US-)Geldpolitik stützen längerfristig

Aktienindizes (in Punkten) auf holprigem Terrain bis Jahresende, ...



... aber mit weiterem Aufwärtspotenzial im Jahr 2026



Quellen: Bloomberg, DZ BANK