



Dr. Michael Heise on Global Economics: Quarterly Economic Outlook and Financial Markets

22.12.2025

Inhaltsverzeichnis

Konjunkturlage

Inflation

Geld- und Finanzpolitik

Kapitalmarktentwicklung

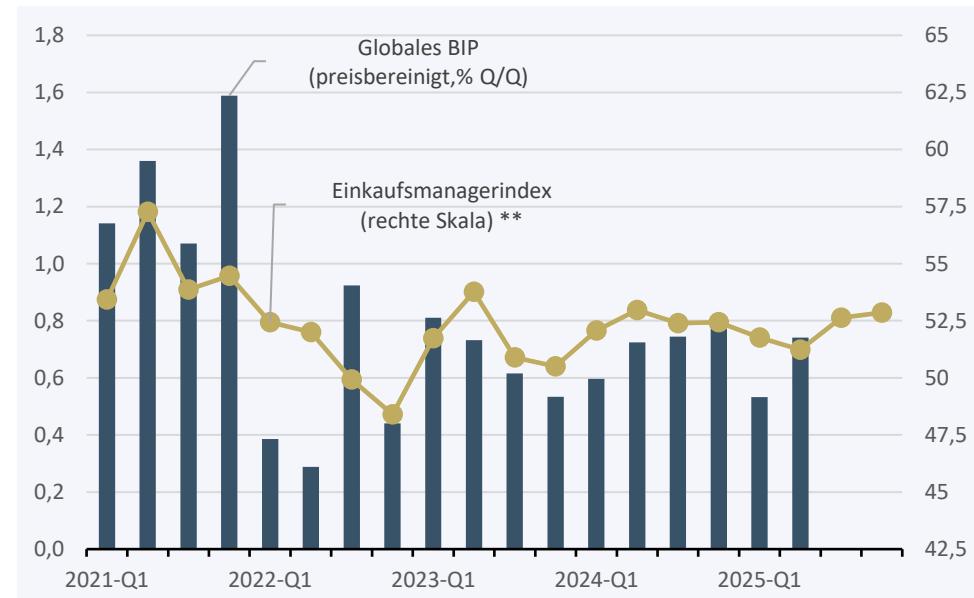


Konjunkturlage

Globales Wirtschaftswachstum bleibt stabil

- Die Weltwirtschaft expandierte im ersten Halbjahr 2025 weiterhin recht solide.
- Trotz des massiven Umschwungs in der US-Handelspolitik lag das mittlere Quartalswachstum nur knapp unter dem längerfristigen Durchschnitt.
- Seither signalisiert der globale Einkaufsmanagerindex für die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe und in den Dienstleistungssektoren ein anhaltendes und tendenziell höheres Wachstumstempo

GLOBALES BIP* UND GLOBALE EINKAUFSMANAGERINDEX FÜR DIE PRODUKTION



* Aggregation von Länderdaten auf Basis von Marktwechselkursen (Stand: 12.11.2025).

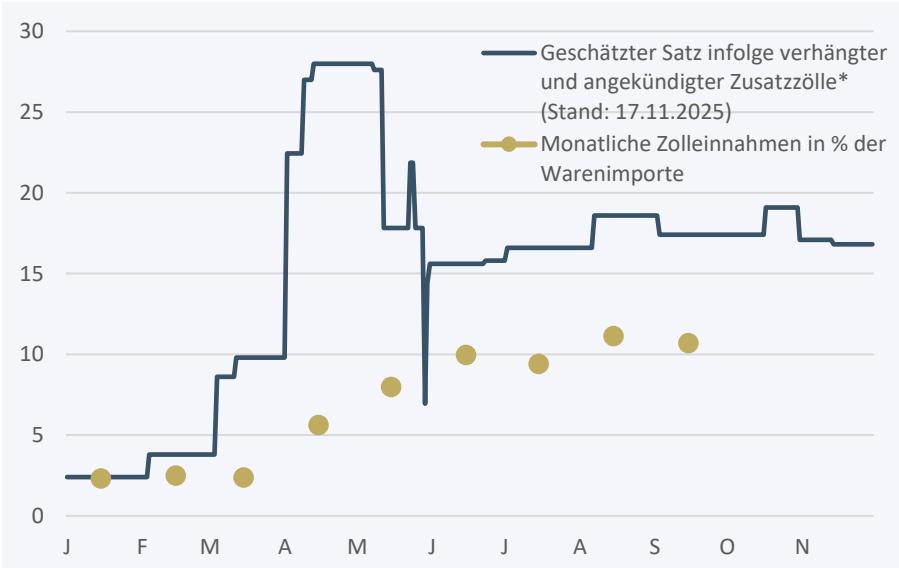
** Durchschnitt im Quartal, Q4 2025 = Durchschnitt Oktober/November.

US-Zollpolitik: Noch keine Entwarnung für die Weltwirtschaft

DURCHSCHNITTLICHER US-EINFUHRZOLLSATZ 1890-2024



ZOLLANKÜNDIGUNGEN DER REGIERUNG UND AKTUELLER DURCHSCHNITTLICHER US-EINFUHRZOLLSATZ 2025 (%)

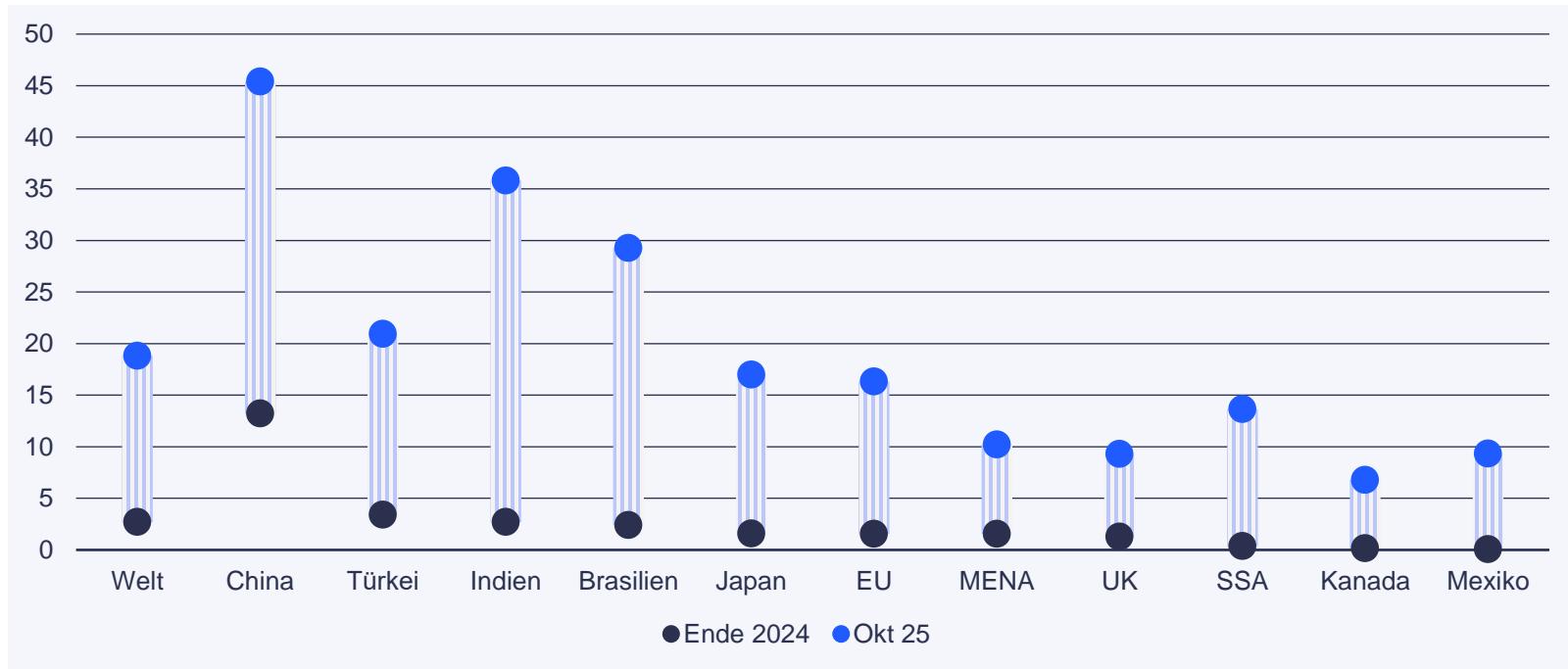


* Berechnung des Zollsatzes auf Basis von Importwerten des Jahres 2024

- Der durchschnittliche Effektivzollsatz der USA gegenüber allen Handelspartnern lag Mitte November nach Schätzungen des Yale Budget Lab um mehr als 14 Prozentpunkte höher als zu Jahresbeginn.
- Der noch deutliche Abstand zur Quote aus laufenden Zolleinnahmen und Importwerten deutet darauf hin, dass die Zusatzzölle in den kommenden Monaten weiter durchwirken werden.

US-Zollpolitik: Handelspartner in unterschiedlichem Ausmaß von Zusatzzöllen betroffen – China und Indien stark belastet

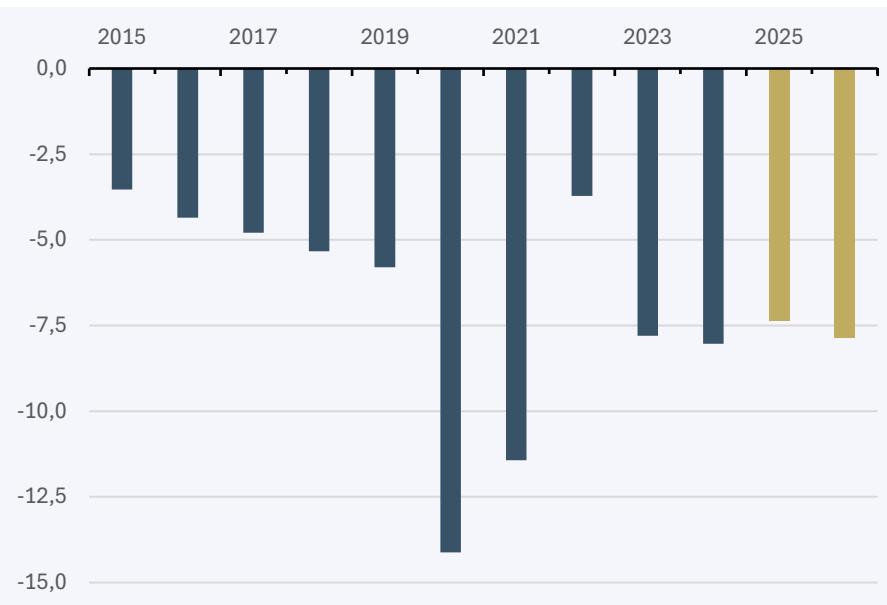
EFFEKTIVE US-ZOLLSÄTZE* NACH LÄNDERN (%)



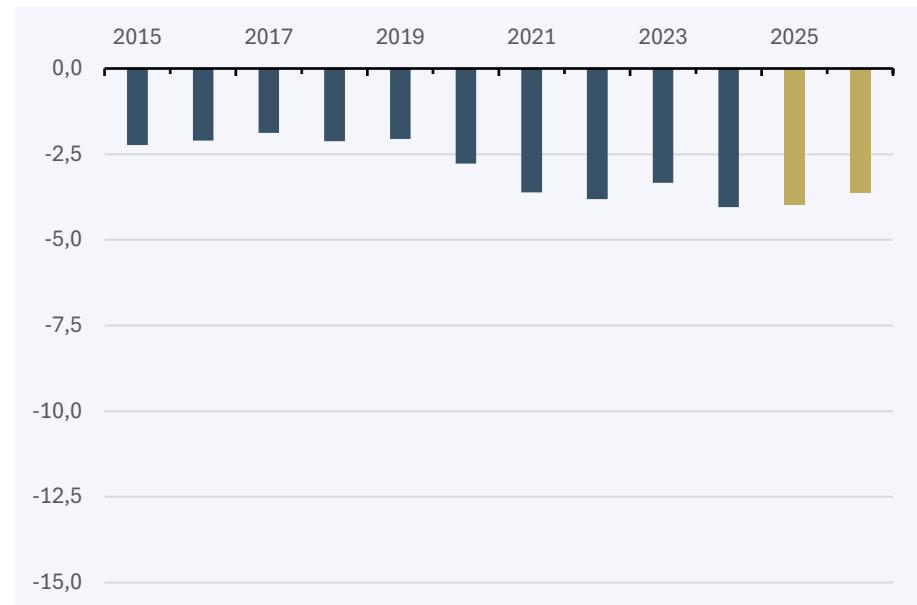
* Gewichteter Durchschnitt angekündigter Sätze. MENA = Naher Osten und Nordafrika, SSA = Sub-Sahara Afrika

USA: Solange das Haushaltsdefizit so hoch bleibt, wird auch das Leistungsbilanzdefizit kaum sinken – Erhöhte Zinsen und Spannungen in der Handelspolitik zu erwarten

**GESAMTSTAATLICHER FINANZIERUNGSSALDO
(IN % DES NOMINALEN BIP)**



**LEISTUNGSBILANZSALDO
(IN % DES NOMINALEN BIP)**

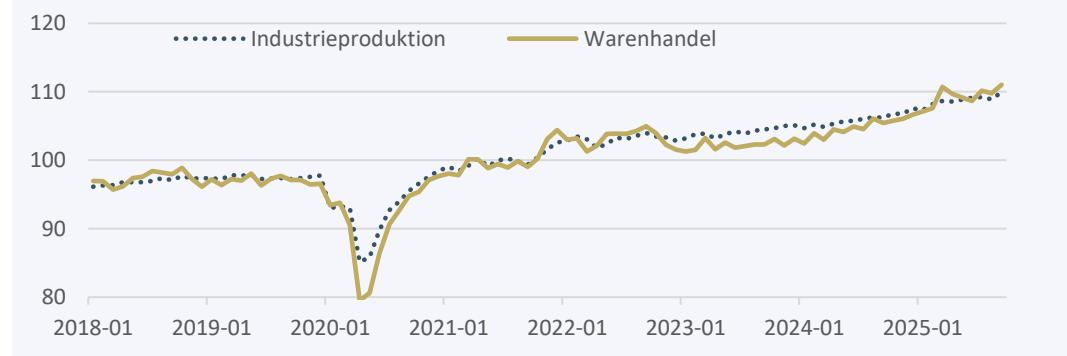


Welthandel: Bisher nicht aus dem Tritt gekommen

Langfristig:

- Gemessen am Wachstum des Welthandels hat sich die Globalisierung seit der großen Finanzkrise 2008/09 deutlich verlangsamt.
- Tendenzen zu mehr Protektionismus und das Streben nach Unabhängigkeit sind ursächlich für diese Entwicklung, ebenso wie eine verstärkte geoökonomische Fragmentierung seit der Invasion der Ukraine durch Russland.

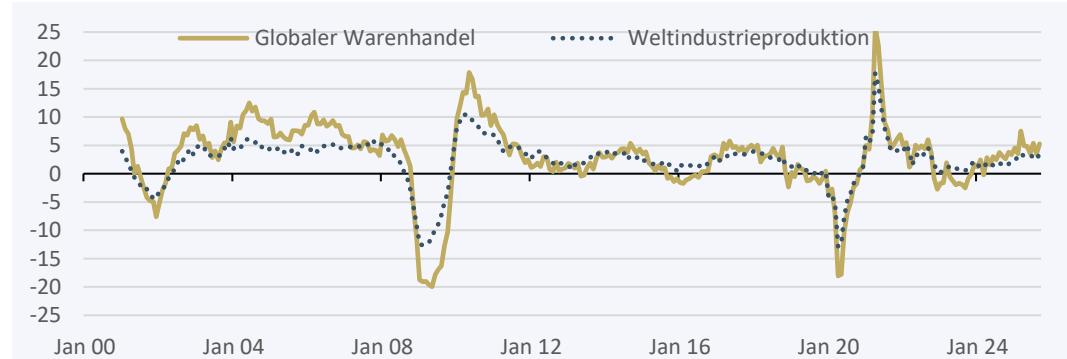
GLOBALER WARENHANDEL & WELTINDUSTRIEPRODUKTION (VOLUMEN, 2021 = 100)



Kurzfristig:

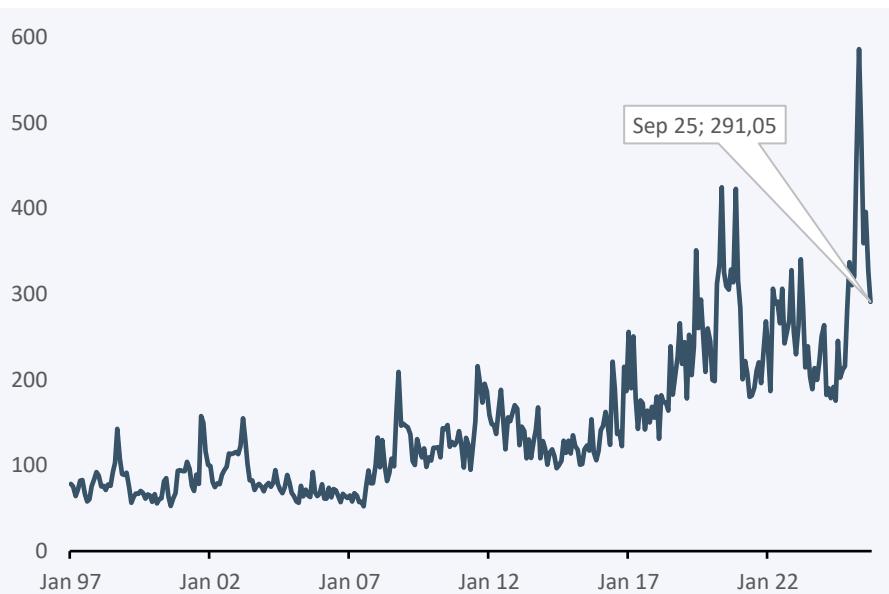
- Der globale Warenhandel war in den ersten sechs Monaten durch starke Vorzieh- und Rückpralleffekte infolge der höheren US-Einfuhrzölle geprägt. Trotz rückläufiger US-Importvolumina legte das Welthandelsvolumen im 2. Quartal weiter zu und die Aufwärtstendenz setzte sich im 3. Quartal fort.
- Teils zeichnete sich eine geänderte Regionalstruktur der Handelsströme ab. Impulse für den Handel mit Investitionsgütern kommen zudem vom weltweiten KI-Boom.

GLOBALER WARENHANDEL & WELTINDUSTRIEPRODUKTION (%, J/J)



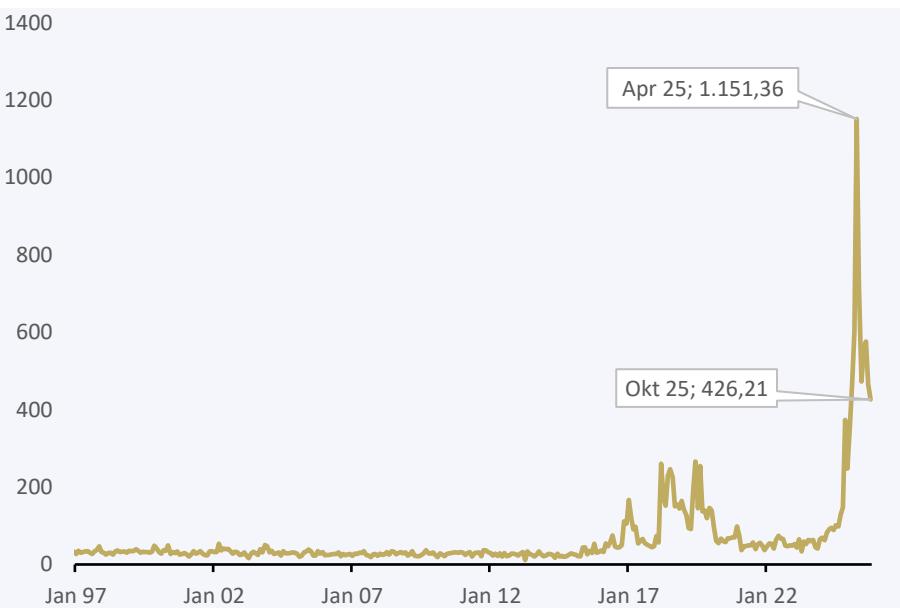
Unsicherheit über Wirtschafts- und Handelspolitik geht wieder zurück, die konjunkturdämpfenden Effekte waren relativ moderat

INDEX DER UNSICHERHEIT ÜBER DIE WIRTSCHAFTSPOLITIK – GLOBAL
„GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY INDEX“*)



* Der Index misst die relative Häufigkeit, mit der die Wörter „Unsicherheit“, „Wirtschaft“ sowie spezifische politikbezogene Schlüsselwörter in Zeitungsartikeln gemeinsam auftreten. In der Auswertung werden 21 Länder berücksichtigt. Die Gewichtung einzelner Länder erfolgt dabei mittels kaukraftbereinigtem BIP

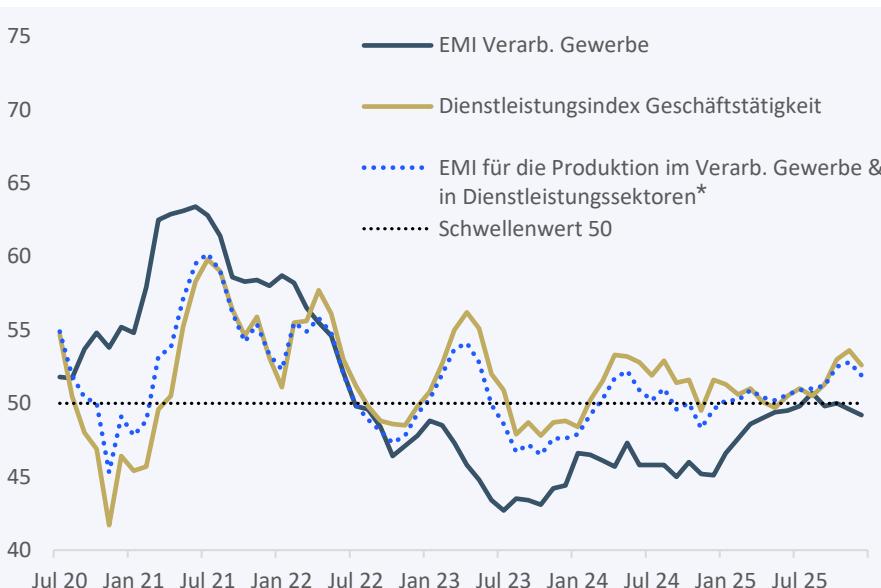
INDEX DER UNSICHERHEIT ÜBER DIE HANDELSPOLITIK
„TRADE POLICY UNCERTAINTY INDEX“**)



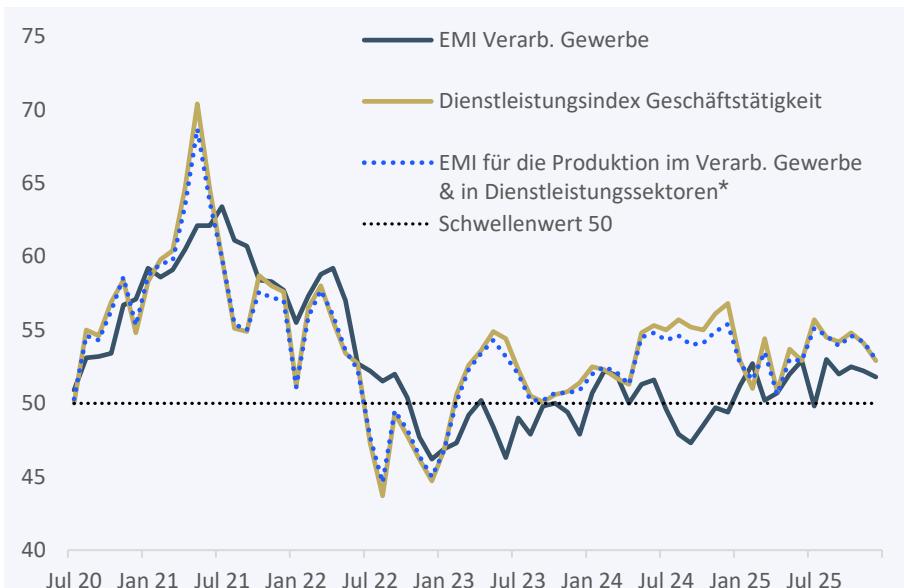
**) Der Index misst die relative Häufigkeit von Zeitungsartikeln, die sich mit handelspolitischer Unsicherheit befassen. Ausgewertet werden die Texte in 7 großen englischsprachigen Zeitungen. Suchbegriffe sind bspw. „Zoll“ oder „Importabgaben“ und „Unsicherheit“ oder „Risiko“. Der Index wird auf einen Wert von 100 für einen Artikelanteil von einem Prozent normiert.

Einkaufsmanagerindizes EWU & USA: Leichtes Wachstum

EWU (50 = KEINE ÄNDERUNG ZUM VORMONAT)



USA (50 = KEINE ÄNDERUNG ZUM VORMONAT)

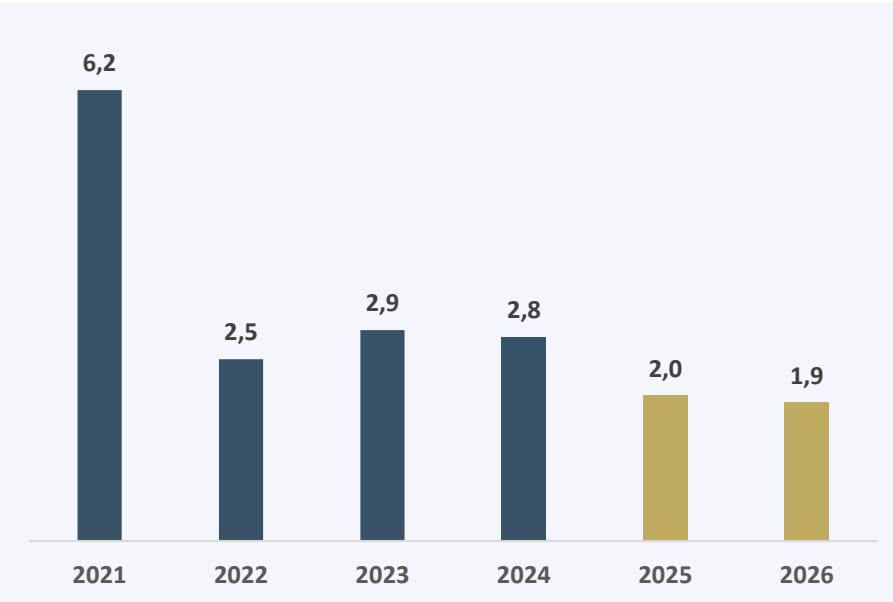


- Die Einkaufsmanagerindizes signalisieren, dass die Konjunktur in der EWU und in den USA auch im Schlussquartal 2025 aufwärtsgerichtet bleibt.
- In der EWU ist insbesondere die Ausweitung der Aktivitäten in den Dienstleistungssektoren maßgeblich. Es bleibt bei Schwächetendenzen im Verarbeitenden Gewerbe.

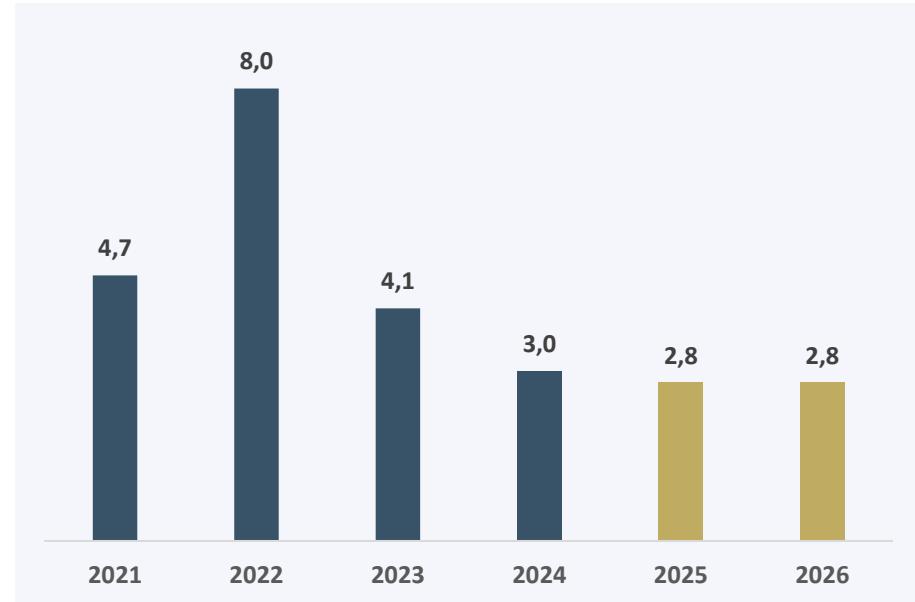
* Gewichteter Durchschnittswert aus dem Teilindex „Produktion“ des Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe und dem Dienstleistungsindex „Geschäftstätigkeit“.

USA: Das Wirtschaftswachstum bleibt intakt und die Verbraucherpreisinflation liegt über dem Zielniveau

WIRTSCHAFTSWACHSTUM (%)



VERBRAUCHERPREISINFLATION (%, CPI)

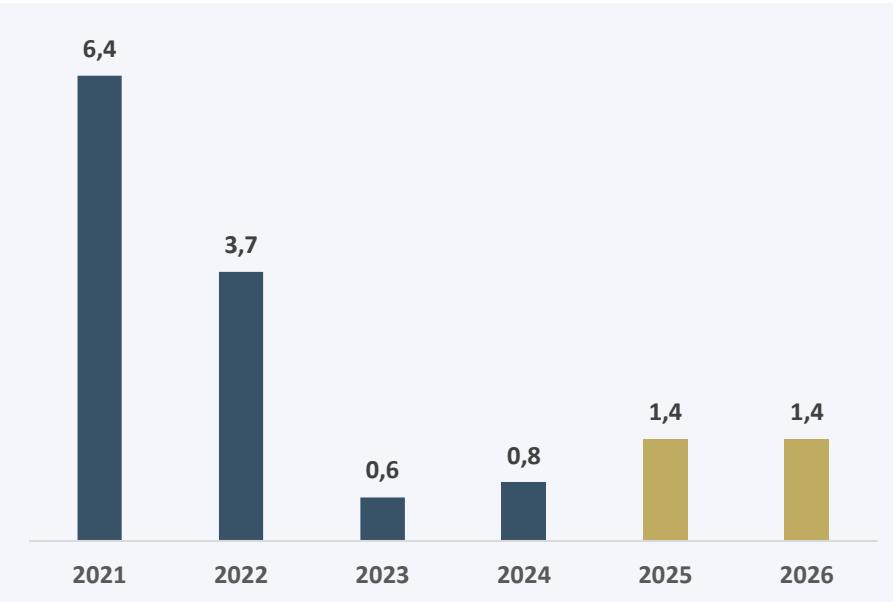


- Die US-Wirtschaft wird auch in 2026 mit verhaltenem Tempo expandieren und nicht in eine Rezession geraten.
- Zu den Antriebsfaktoren zählt der Boom im Technologiesektor, insbesondere der Ausgabenanstieg für Investitionsgüter und Software im Bereich der KI.
- Auch das im Juli 2025 verabschiedete Finanzpaket, das eine Verlängerung früherer Einkommensteuersenkungen vorsieht und weitere Impulse enthält, dürfte die konjunkturelle Entwicklung in 2026 stützen.

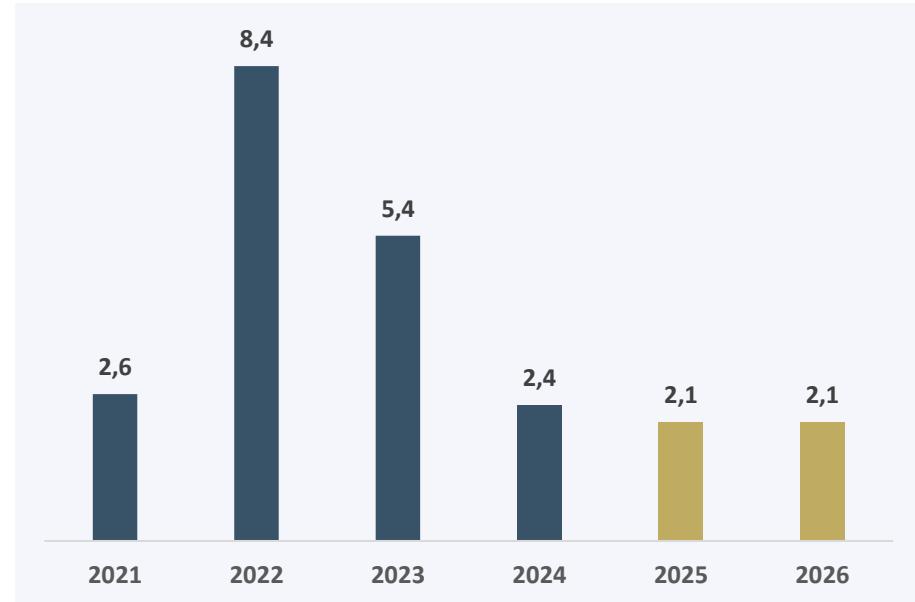
- Die Konsumkonjunktur dürfte allerdings an Dynamik verlieren, da der Arbeitsmarkt schwächtelt und nur noch geringe Beschäftigungszuwächse zu verzeichnen sind. Auch werden die Reallöhne aufgrund von anhaltenden Kaufkraftverlusten nur sehr moderat steigen.
- Die Verbraucherpreisinflation dürfte aufgrund der nur sehr graduell rückläufigen Dienstleistungsinflation und aufgrund der verzögerten Preiseffekte höherer Zölle über der Zielmarke der Notenbank bleiben.

EWU: Wirtschaftswachstum leicht erholt und Verbraucherpreisinflation weitgehend stabil nahe 2%

WIRTSCHAFTSWACHSTUM (%, KALENDERBEREINIGT)



VERBRAUCHERPREISINFLATION (%, HVPI)



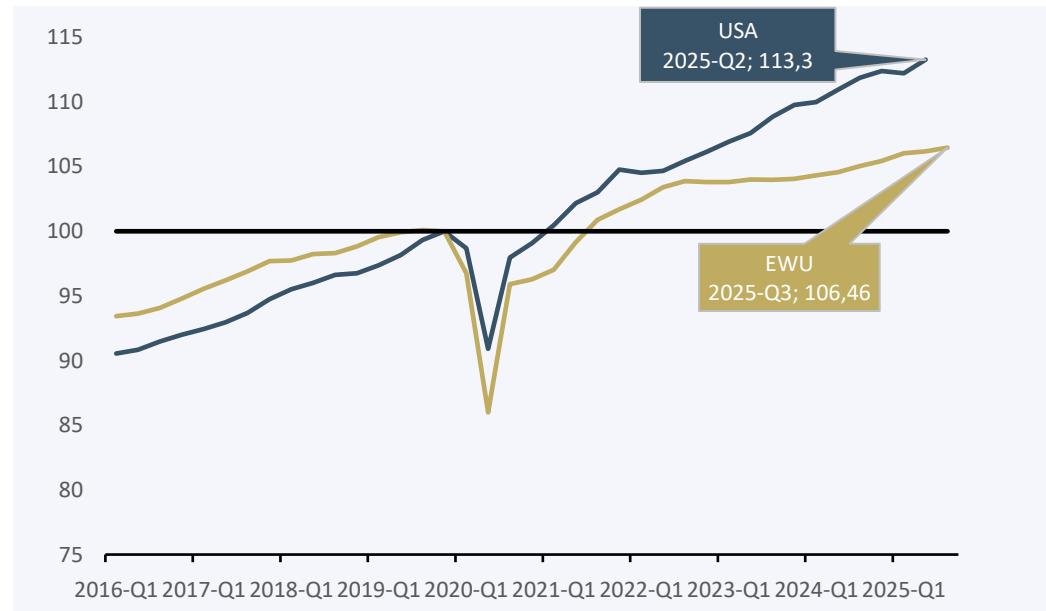
- Nach zwei sehr schwachen Jahren dürfte die EWU in 2025 ein Wirtschaftswachstum von 1,4% erreicht haben. Bereits durch die solide Entwicklung in den ersten drei Quartalen ist eine gute Basis hierfür geschaffen.
- Angesichts der höheren US-Zölle und der Wettbewerbsintensivierung durch Anbieter aus China dürften 2026 vom Export der EWU-Länder kaum Wachstumsimpulse kommen.

- Positive Effekt dürften von der nicht mehr ganz so hohen Unsicherheit über die außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und von den niedrigeren Leitzinsen der EZB ausgehen. Höhere Fiskalausgaben für die Verteidigung und in Deutschland auch für die Infrastruktur werden die Konjunktur und den nach wie vor stabilen Arbeitsmarkt beleben.
- Mit einer Aufhellung des Wirtschaftsausblicks dürfte auch die hohe Verunsicherung der Konsumenten etwas abnehmen. Die nach wie vor überdurchschnittlich hohe Sparquote der privaten Haushalte dürfte etwas zurückgehen und die Expansion der privaten Konsumausgaben unterstützen.

Wachstumsvorsprung der USA nimmt seit 2022 noch zu

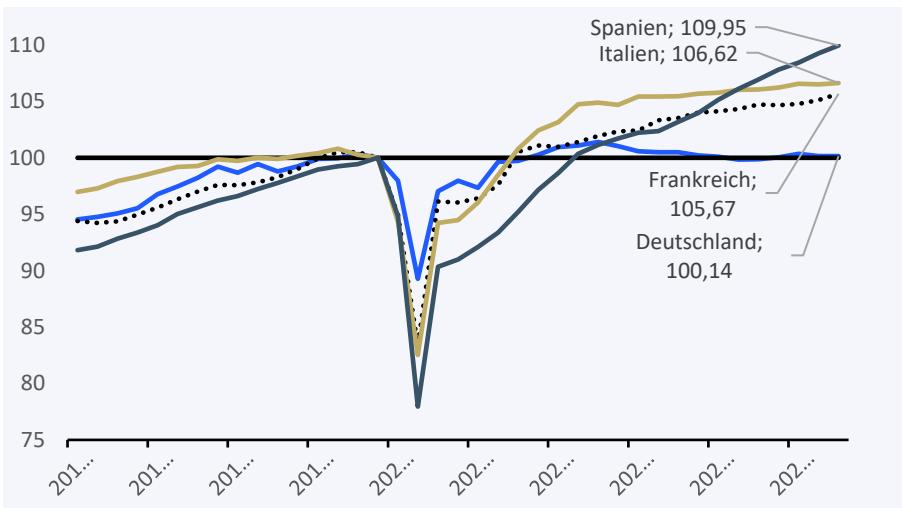
- Die US-Wirtschaft wächst seit Jahren schneller als die des Euroraums.
- Die starke Expansion des Tech-Sektors und der Boom der künstlichen Intelligenz haben den Vorsprung der USA seit 2022 noch deutlich erhöht.
- Darüber hinaus wirken sich Standortvorteile in den USA – u.a. wesentlich niedrigere Energiepreise, geringere Steuern und weniger Regulierung – positiv auf das Wachstum aus.
- Die expansive Finanzpolitik der letzten Jahre hat ein Übriges getan; sie ist allerdings nicht als nachhaltig einzuschätzen.

INDIZES (SAISON- UND KALENDERBEREINIGT, 2019 Q4 = 100)

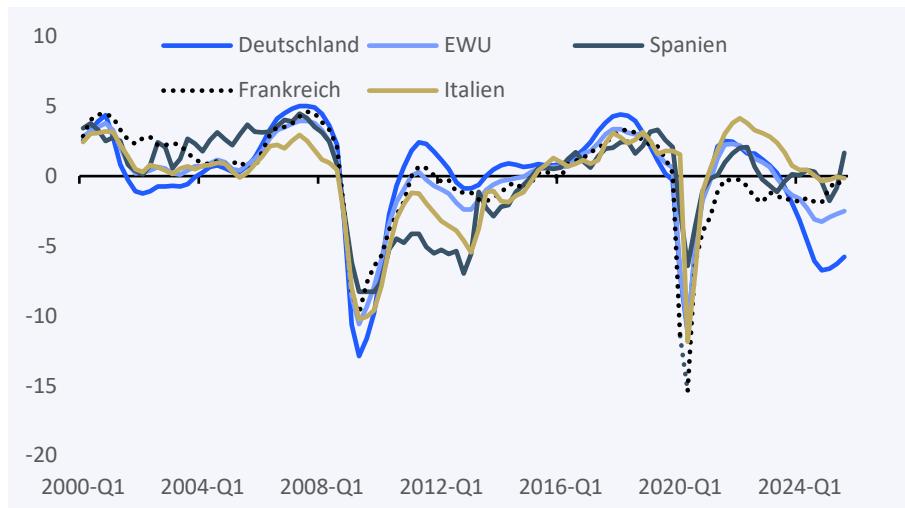


Deutschland, bisher ein Bremsklotz der Euro-Konjunktur, sollte in 2026 durch höhere Staatsausgaben positive Impulse geben

REALES BIP (INDIZES, 2019 Q4 = 100, SAISON- UND KALENDERBEREINIGT)



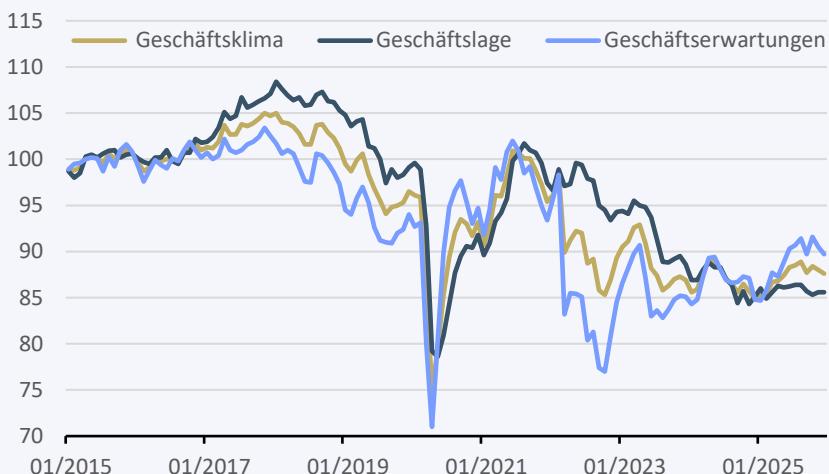
KAPAZITÄTSauslastung IM VERARBEITENDEN GEWERBE
(ABWEICHUNGEN VOM LÄNGERFRISTIGEN MITTELWERT, %-PUNKTE)



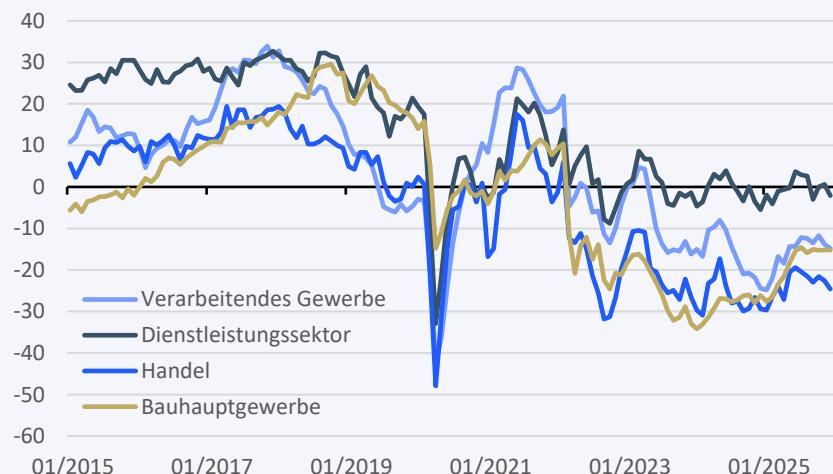
- Die deutsche Wirtschaft ist seit Jahren ein Bremsklotz für das Wachstum in der Währungsunion. Das Bruttoinlandsprodukt der deutschen Wirtschaft liegt in etwa auf dem Niveau des Jahres 2019.
- Schwerer noch als weltwirtschaftliche Probleme lasten ungelöste Strukturprobleme und erhebliche Standortnachteile bei den wichtigsten Angebotsbedingungen auf dem Wachstum der deutschen Wirtschaft.
- Die Industrieproduktion geht seit 2018 im Trend zurück. Das Ausmaß dieses Rückgangs ist deutlich größer als in den europäischen Partnerländern.
- Die von den Koalitionsparteien geplanten Verschuldungspakete für Verteidigung und Infrastruktur werden der Konjunktur in 2026 einen Impuls geben. Ein Wachstum von 1,3% in 2026 ist möglich.
- Die Auswirkungen der Verschuldungspakete hängen von einer effizienten Mittelverwendung und der Intensität begleitender Strukturreformen ab. In beiderlei Hinsicht dürfen die Erwartungen nicht zu hoch gesteckt werden (siehe auch nächste Folie).

Deutschland: Der positive Stimmungsumschwung im Unternehmenssektor war nur von kurzer Dauer

IFO GESCHÄFTSKLIMA UND SEINE KOMPONENTEN (INDEXWERTE, 2015 = 100, SAISONBEREINIGT)



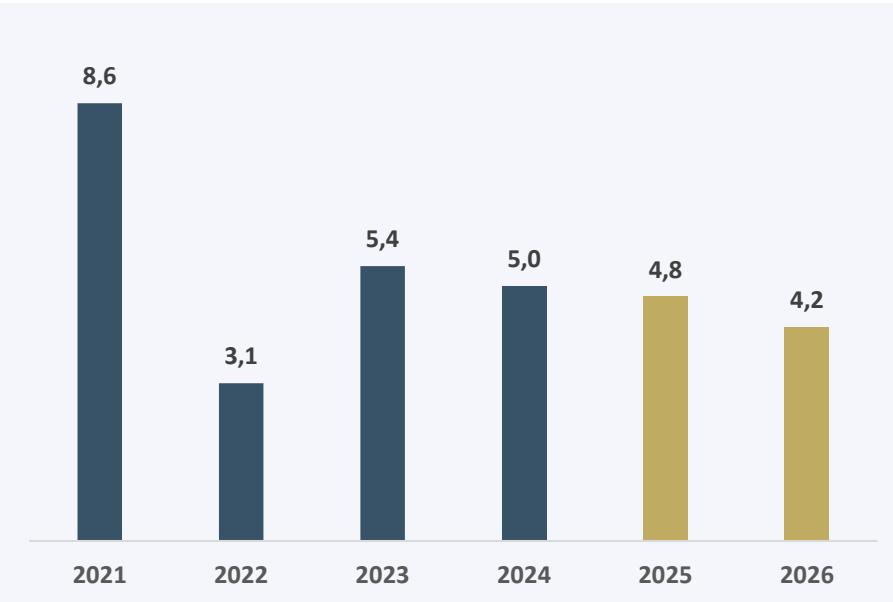
IFO GESCHÄFTSKLIMA NACH SEKTOREN (SALDEN, SAISONBEREINIGT)



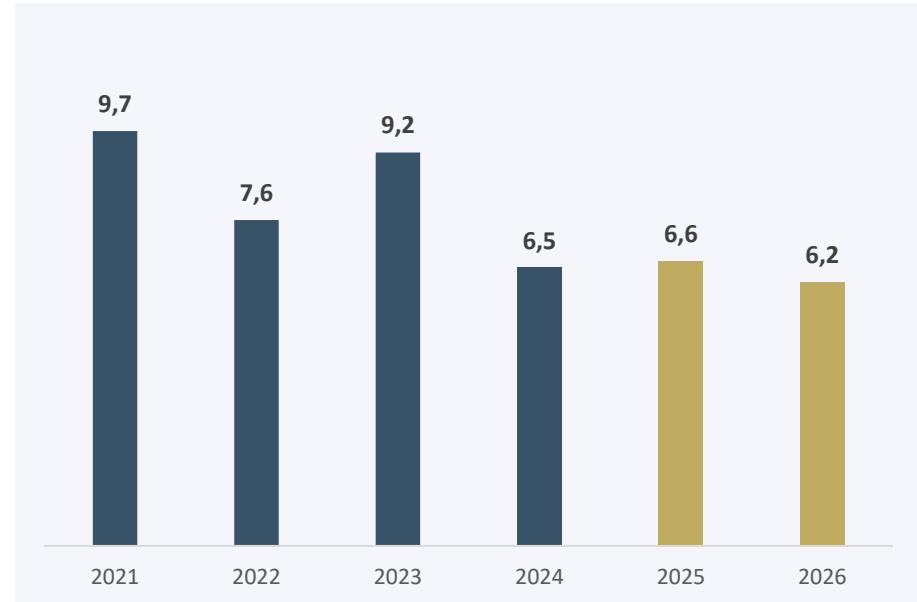
- Die Aussicht auf schuldenfinanzierten Ausgabenprogramme der neuen Regierung hat die Geschäftserwartungen der Unternehmen nur für kurze Zeit positiv beeinflusst.
- Die Lage bleibt fragil, solange die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sich nicht deutlich bessert.
- Eine positive Entwicklung des Geschäftsklimas ist wohl auch dank höherer öffentlicher Investitionen im Bauhauptgewerbe zu verzeichnen.

China und Indien weiter auf Wachstumskurs

CHINA (%, J/J)



INDIEN (%, J/J, FISKALJAHRE: APRIL - MÄRZ)



- Stimulierungsmaßnahmen der chinesischen Regierung und der Notenbank haben dazu beigetragen, dass die chinesische Wirtschaft das Wachstumsziel von 5% in 2025 in etwa erreichen dürfte.
- Für 2026 hängt vieles davon ab, ob das fehlende Konsumentenvertrauen wieder zurückkehrt und die privaten Haushalte einen größeren Teil ihrer Einkommen für Konsum verwenden.
- Die kräftigen Kursgewinne an den Aktienmärkten in 2025 und die allmähliche Stabilisierung der Immobilienpreise dürften das Vorsichtssparen etwas verringern.

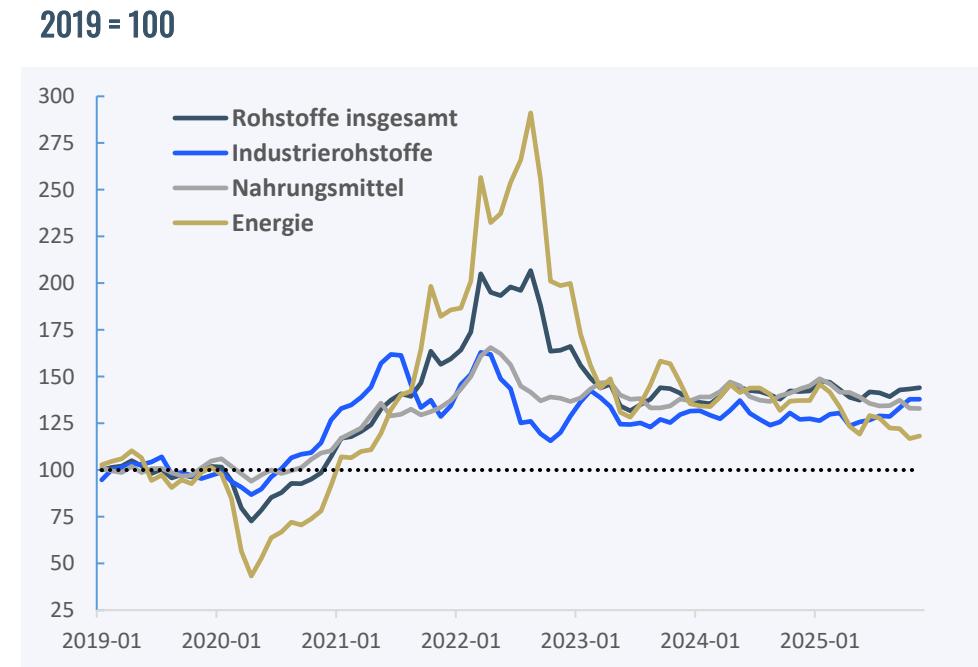
- Wichtige Wirtschaftsindikatoren zeigen ein anhaltend hohes Wachstum in Indien, auch wenn sich die Entwicklung in der Industrie wie in vielen anderen Ländern etwas abgeschwächt hat.
- Das Wachstum ist in starkem Maße von der Binnennachfrage getragen. Hohe Investitionen erzeugen zunehmende Einkommen, die den Konsum anfachen. Dies verleiht der Entwicklung eine gewisse Eigendynamik.



Inflation

IWF-Rohstoffpreisindizes: Trotz sinkender Ölpreise insgesamt eher seitwärts

- Das Aggregat der Rohstoffpreise bewegte sich im bisherigen Jahresverlauf bei divergierenden Tendenzen der Notierungen für nicht-energetische Rohstoffe und für Energierohstoffe in relativ ruhigen Bahnen. Auf Basis der Daten bis November zeichnet sich für den Jahresdurchschnitt 2025 lediglich ein leichter Anstieg von gut 1% gegenüber dem Vorjahr ab.
- Maßgeblich für den Anstieg im nicht-energetischen Bereich war der fortgesetzte Preisauftrieb bei Edelmetallen (nicht in der Abbildung). Anziehende Notierungen von Industrierohstoffen verstärkten in den letzten Monaten den Aufwärtsdruck.
- Die Energiepreise sind dagegen in der Grundtendenz seit einigen Quartalen rückläufig. Das gilt speziell auch für den Rohölpreis. Das derzeitige Überangebot am Ölmarkt spricht vorerst nicht für stärkere Preisanstiege.



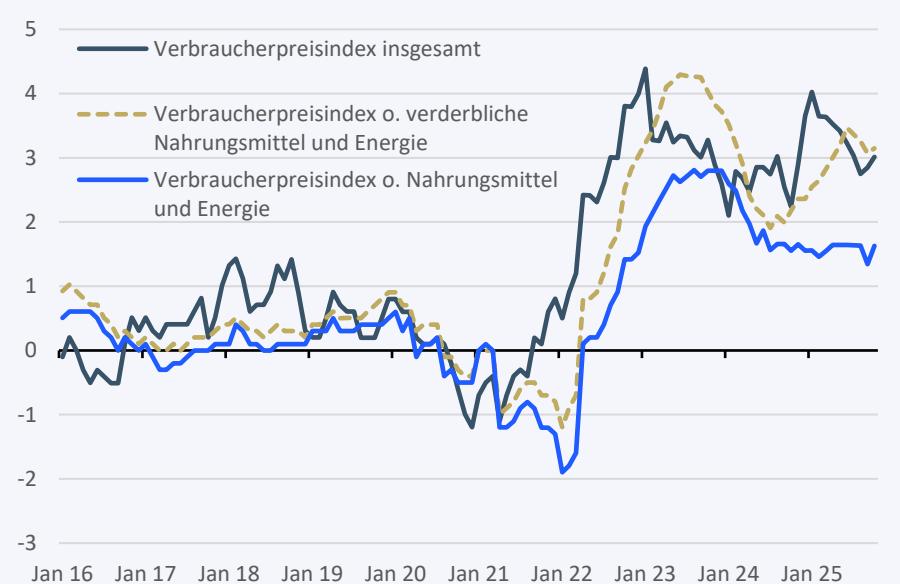
Verbraucherpreise: In China wieder positiv, in Japan stabil auf höherem Niveau

CHINA (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHRESMONAT IN %)



- Die Phase nahezu stabiler Verbraucherpreise hat sich per saldo auch 2025 fortgesetzt.
- Im Schnitt entsprach das Verbraucherpreisniveau im Zeitraum Januar bis November dem Wert im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Für eine grundlegende Absetzbewegung der Inflation von der Nulllinie bedarf es offenbar einer kräftigeren Binnennachfrage.

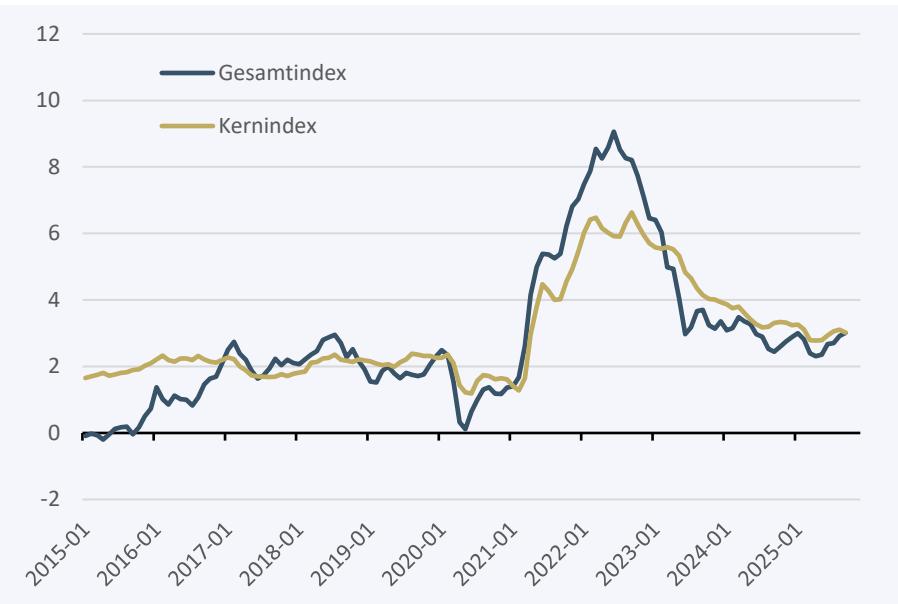
JAPAN (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHRESMONAT IN %)



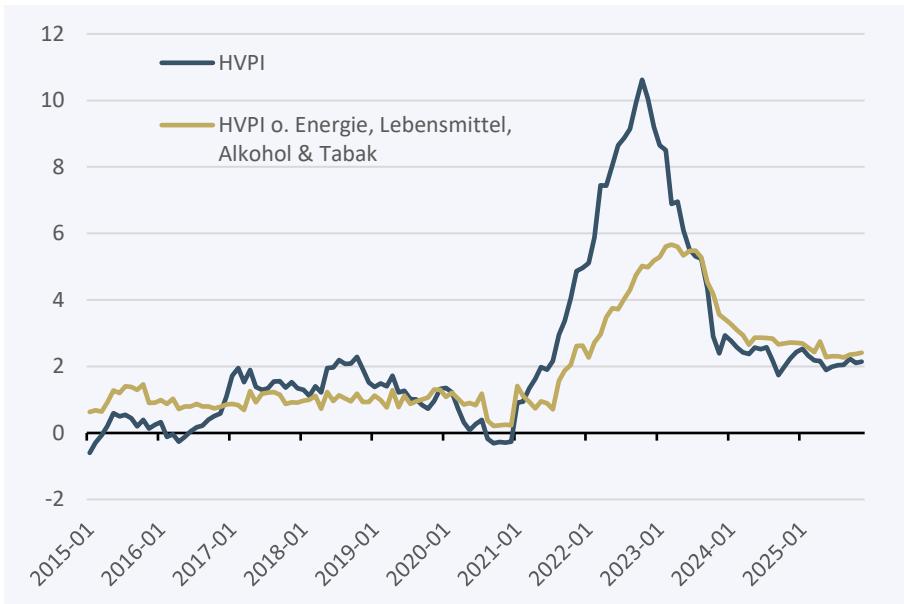
- Die anhaltende Tendenz deutlicher Lohnzuwächse trägt dazu bei, dass sich der Verbraucherpreisanstieg auf höheren Niveaus verfestigt.
- Die aktuell hohe Teuerung mit Raten um 3% ist jedoch auf den starken Anstieg der Nahrungsmittelpreise (u.a. Verdoppelung des Preises für Reis) zurückzuführen. Der Inflationseffekt höherer Reispreise dürfte sich allmählich zurückbilden.

Verbraucherpreisinflation: Der Rückgang in den USA ist ins Stocken geraten

USA (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHRESMONAT IN %)



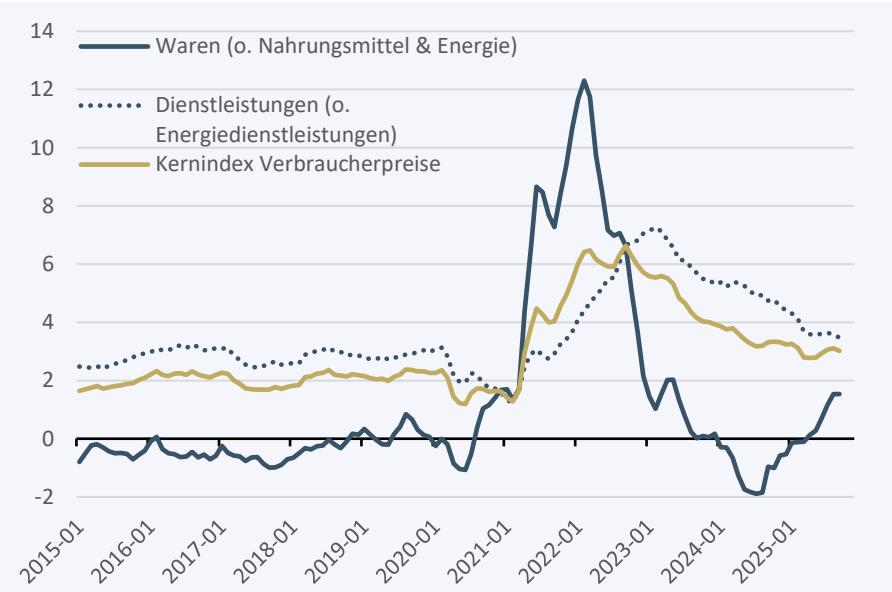
EWU (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHRESMONAT IN %)



- Im Euroraum stand die Gesamtinflation in den letzten Monaten weitgehend im Einklang mit dem (mittelfristigen) Zielwert der EZB. Die Rate ohne Energie und Lebensmittel blieb in den letzten Monaten erhöht und lag mit 2,4% noch oberhalb der Zielmarke von 2%.
- Dagegen wurden in den USA seit dem 2. Quartal keine weiteren Fortschritte im Disinflationsprozess erzielt. Sowohl die Gesamtinflationsrate als auch die Kerninflation stiegen bis September wieder Richtung 3%.
- Für November wurde überraschend eine Rückbildung der Teuerung (auf 2,7% bzw. 2,6% in der Kernrate) ausgewiesen. Allerdings könnte der Datenerhebungsprozess auch im November durch den „government shutdown“ beeinträchtigt gewesen sein. (Für Oktober wurden keine Inflationsdaten veröffentlicht). Weiterhin besteht hohe Unsicherheit über das Ausmaß der Überwälzung der Zusatzzölle in die Verbraucherpreise.

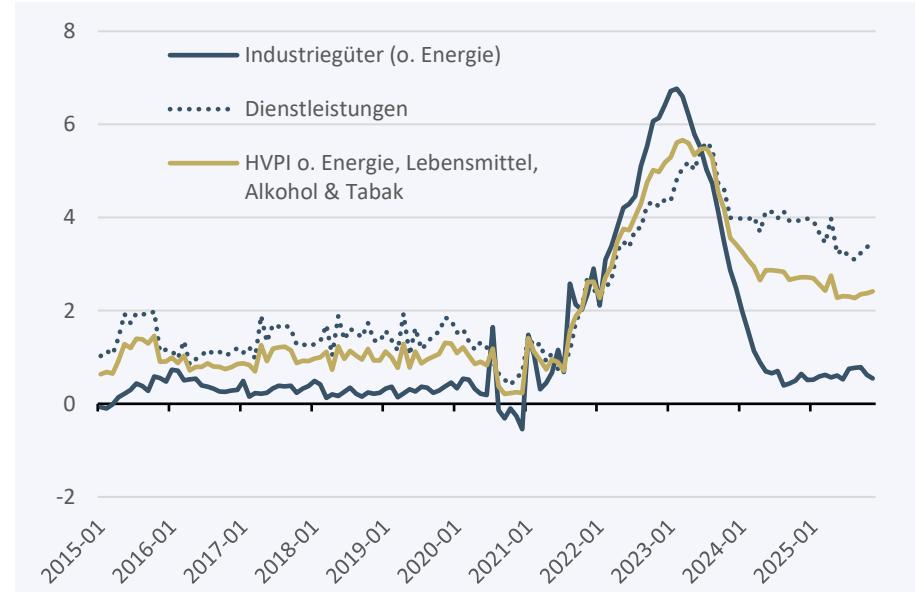
Kerninflationsraten in den USA und der EWU bleiben erhöht

USA (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHRESMONAT IN %)



- In den USA trugen im Verlauf dieses Jahres anziehende Teuerungsraten bei Waren wieder klar zum Anstieg der Kerninflationsrate bei.

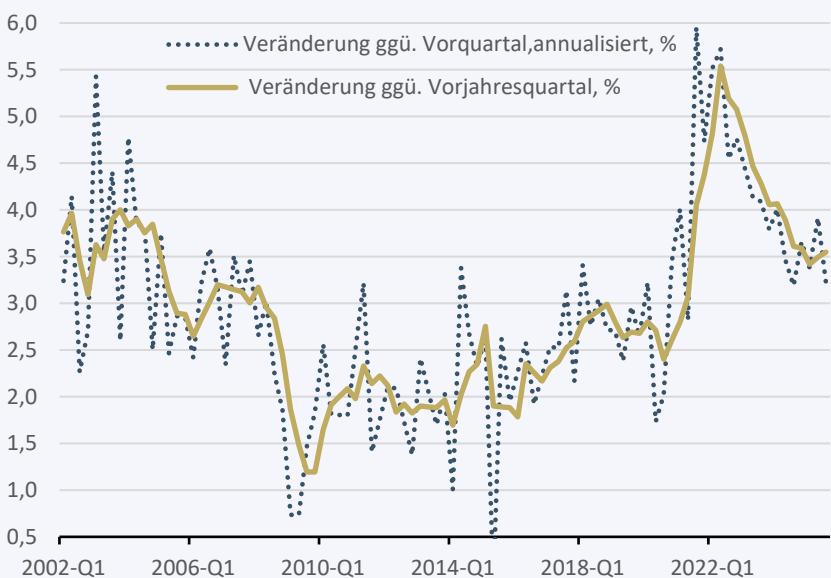
EWU (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHRESMONAT IN %)



- In der EWU standen in den letzten Monaten wieder höhere Preisseigerungsraten bei Dienstleistungen einer Rückbildung der Kerninflation entgegen.

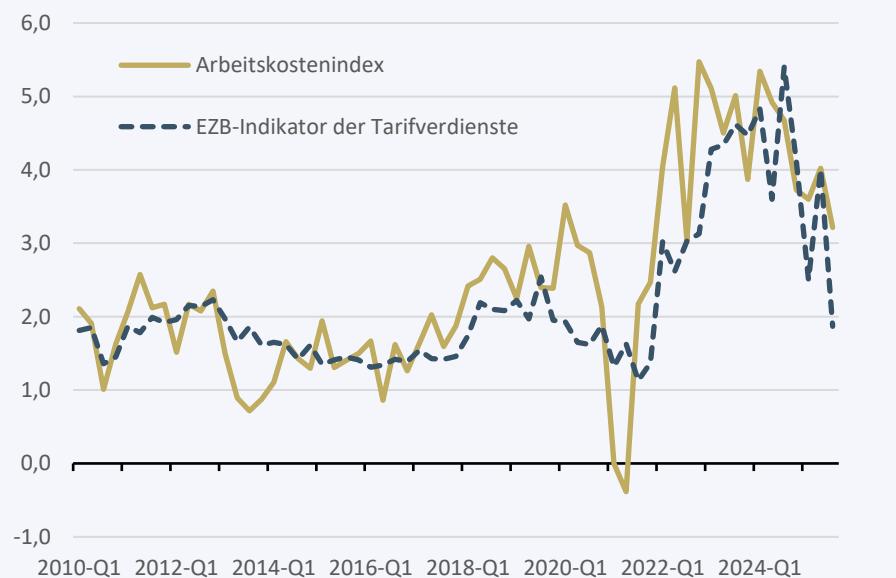
Lohnkostenanstieg in den USA und der EWU nachlassend

USA: EMPLOYMENT COST INDEX (ECI), PRIVATWIRTSCHAFT



- Gemessen am ECI hat sich das Lohnwachstum in den letzten Quartalen bei 3,5% eingependelt.
- Angesichts des Anstiegs der Arbeitslosenquote dürfte der Lohndruck gering bleiben.

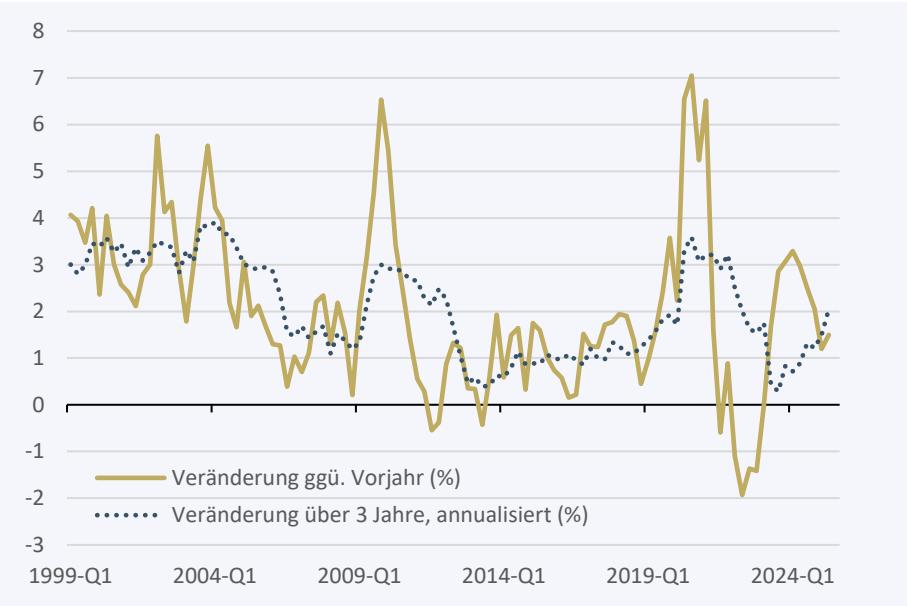
EWU: ARBEITSKOSTENINDEX UND EZB-INDIKATOR DER TARIFVERDIENSTE (%, J/J)



- Die Messgrößen für die Lohnentwicklung deuten auf ein nachlassendes Wachstum hin. Insbesondere hat der vom Inflationsausgleich ausgehende Druck nachgelassen, da die in der Hochinflationsphase 2022 entstandenen Kaufkraftverluste weitgehend ausgeglichen sind.

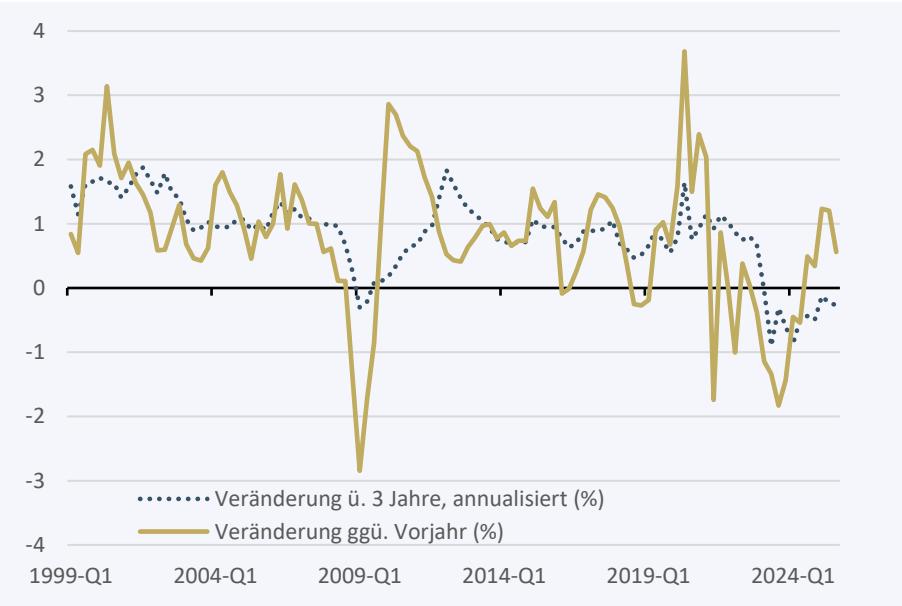
Arbeitsproduktivität: Auch in der EWU inzwischen wieder im positiven Bereich

USA (UNTERNEHMENSEKTOR OHNE LANDWIRTSCHAFT, 1999 Q1 – 2025 Q2)



- Trotz der Schwankungen in der Wirtschaftsaktivität blieb das Wachstum der Arbeitsproduktivität in der ersten Jahreshälfte 2025 recht solide.
- Zusammen mit rückläufigen Tendenzen beim Lohnwachstum spricht diese Entwicklung dafür, dass vom Arbeitsmarkt derzeit kein signifikanter Inflationsdruck ausgeht.

EWU: (GESAMTWIRTSCHAFT, 1999 Q1 – 2025 Q3)



- Die Phase rückläufiger Arbeitsproduktivität dürfte überwunden sein.
- Angesichts des festeren BIP-Wachstums überwogen seit Anfang 2024 die Erholungstendenzen und ergaben im Mittel der ersten drei Quartale 2025 ein Jahreswachstum von rund 1%. Die Erholung der Produktivität trägt zu einem langsameren Anstieg der Lohnstückkosten bei.

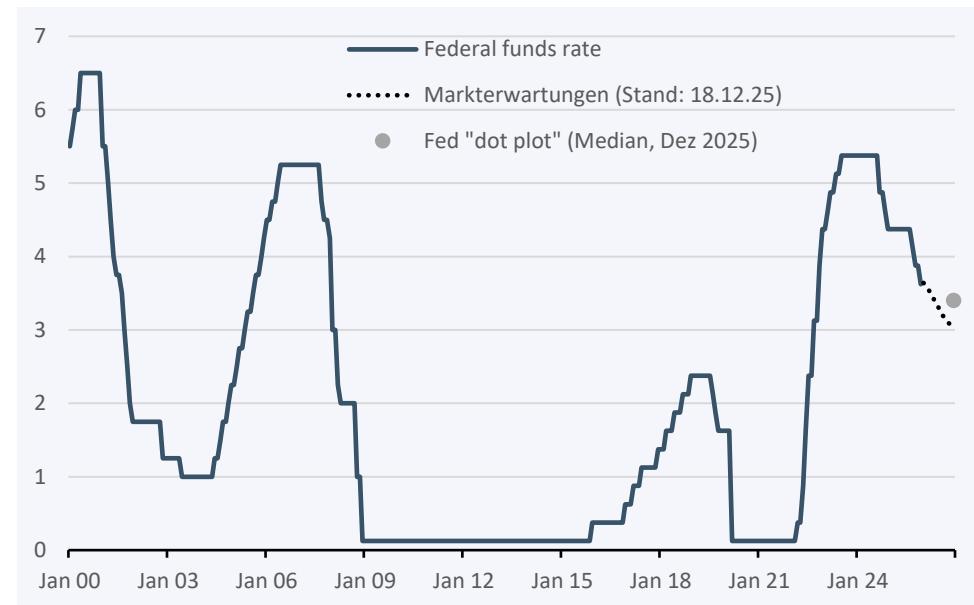


Geld- und Finanzpolitik

USA: Leitzinsen nur ein Schritt nach unten

- Die Markterwartungen für den zukünftigen Leitzins liegen noch wenig unter den aktuellen Erwartungen der US-Notenbank. Der Median der Projektionen seitens der geldpolitisch Verantwortlichen zeigt bis zum Ende des Jahres 2026 nur noch eine Zinssenkung um 25 Basispunkte.
- Realistische Einschätzungen der Finanzmärkte in Bezug auf die Geldpolitik sind eine gute Voraussetzung für eine stabile Entwicklung der Aktien und der Anleihezinsen.

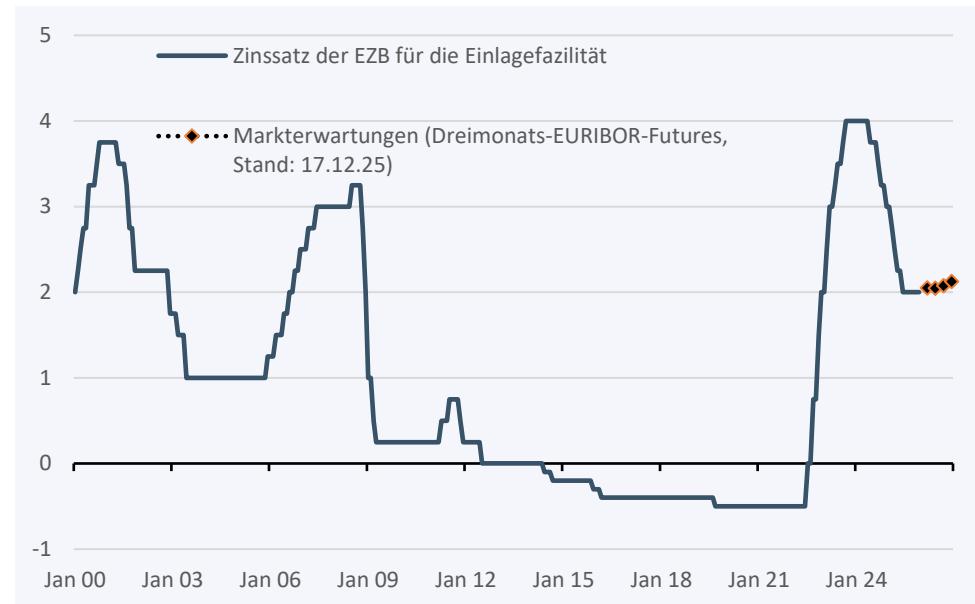
USA: MARKTERWARTUNGEN FÜR DIE FEDERAL FUNDS RATE AUF BASIS DER FEDERAL FUNDS FUTURES



EWU: Leitzinsen stabil

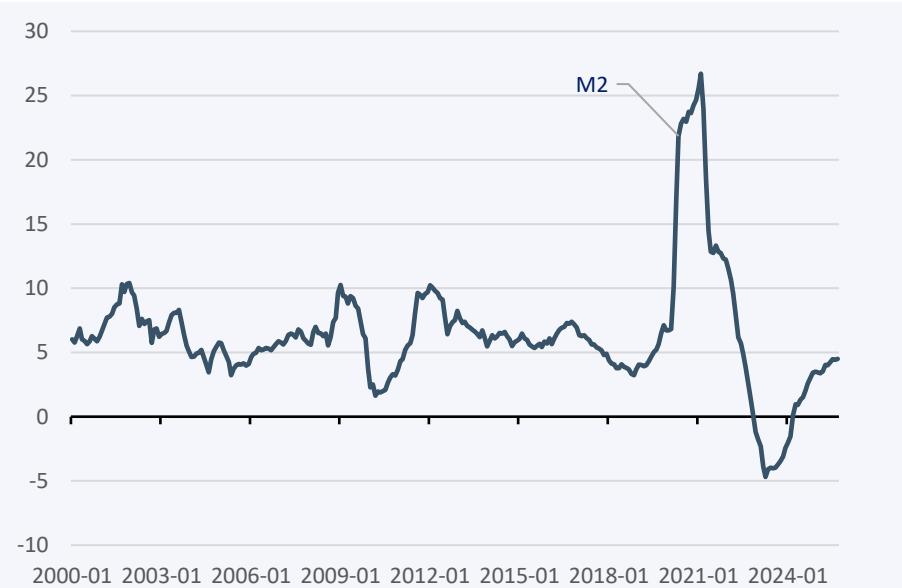
- Die Annahme, dass die EZB den Zinssenkungszyklus unter 2% beenden wird, ist inzwischen verflogen. Angesichts einer stabilen Wirtschafts- und Inflationsentwicklung dürfte das Ende des Zinssenkungszyklus erreicht sein. Für Zinserhöhungen besteht allerdings nach aller Voraussicht auch im Jahre 2026 kein Anlass.

EWU: ABGELEITETE MARKTERWARTUNGEN FÜR DREIMONATSGEGLD AUF BASIS VON DREIMONATS-EURIBOR-FUTURES (%)

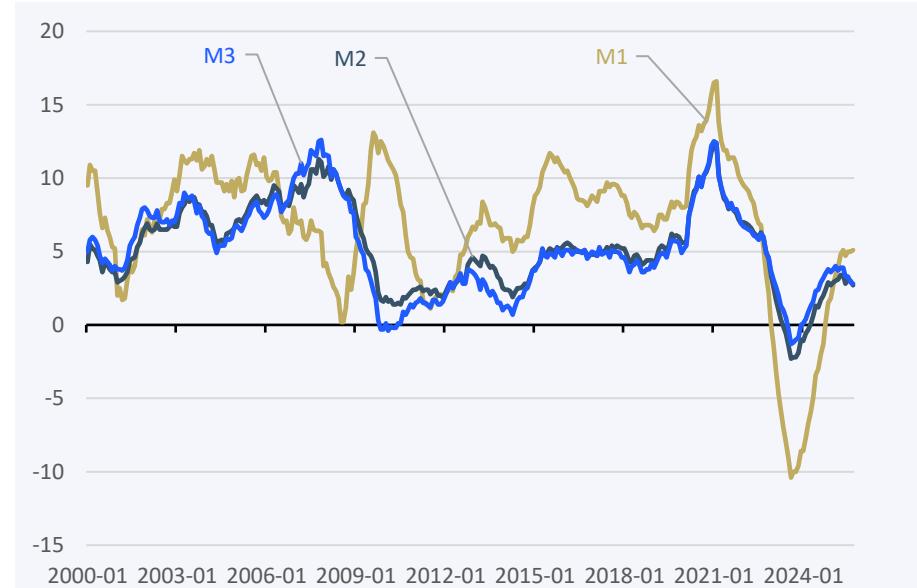


Geldmengenaggregate: Veränderungen wieder im positiven Bereich

USA (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHR IN %)



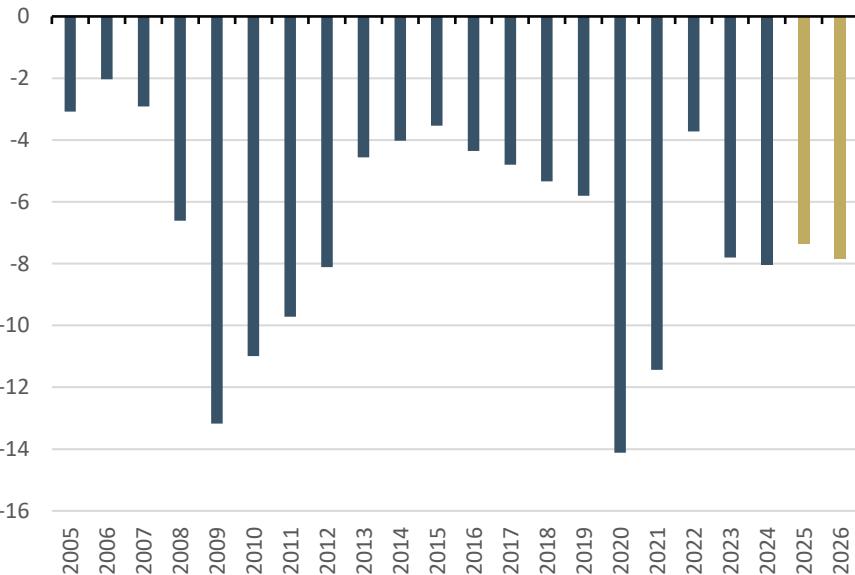
EWU (VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHR IN %)



- Die Daten für die Geldmengenentwicklung sind nach wie vor von dem einmaligen Niveausprung in der Covid Pandemie geprägt. Extremen Anstiegsraten folgten leicht negative Raten für die breit abgegrenzten Aggregate, nachdem das Niveau der Geldhaltung in 2022 und 2023 wieder etwas normalisiert wurde.
- Inzwischen sind die Zuwachsarten im Vorjahresvergleich wieder im positiven Bereich. Die Zinssenkungen der Fed und der EZB haben expansive Wirkungen auf den monetären Sektor.

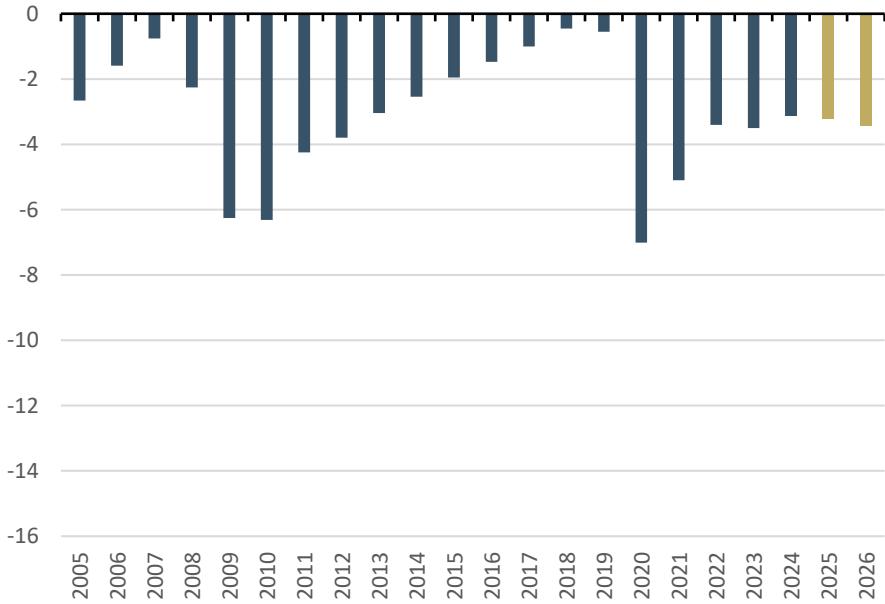
USA & EWU: Gesamtstaatliche Finanzierungsdefizite bleiben hoch

USA (IN % DES BIP)



- Für die USA rechnet der IWF in seinem Wirtschaftsausblick vom Oktober 2025 mit hohen gesamtstaatlichen Finanzierungsdefiziten in 2025 und 2026. Die im Juli 2025 verabschiedeten Haushaltsgesetze (One Big Beautiful Bill Act, OBBBA) werden das Defizit in 2026 sogar noch etwas ansteigen lassen (auf knapp 8% des BIP). Der Anstieg könnte durch höhere Zolleinnahmen vermindert werden. Allerdings ist zur Zeit eine Verwendung der Zolleinnahmen als „Dividende“ für die privaten Haushalte im Gespräch. Das würde die Nachfrage ankurbeln, nicht das Defizit vermindern.

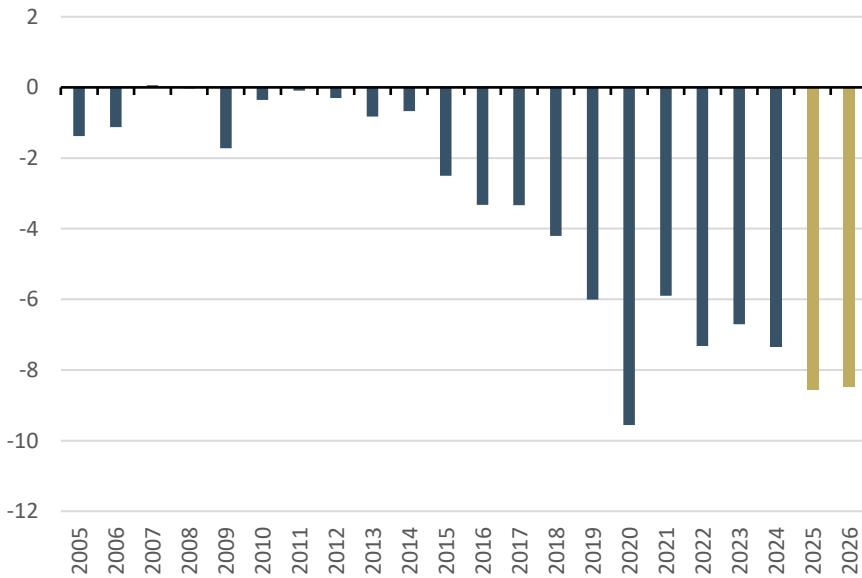
EWU (IN % DES BIP)



- Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo in der EWU wird den Schwellenwert von -3% des BIP voraussichtlich auch in 2026 weiter überschreiten. Wesentlich hierfür ist eine Lockerung des finanzpolitischen Kurses, u.a. in Form höherer Ausgaben des Staates für Investitionen (Verteidigung, Infrastruktur) und Konsum.

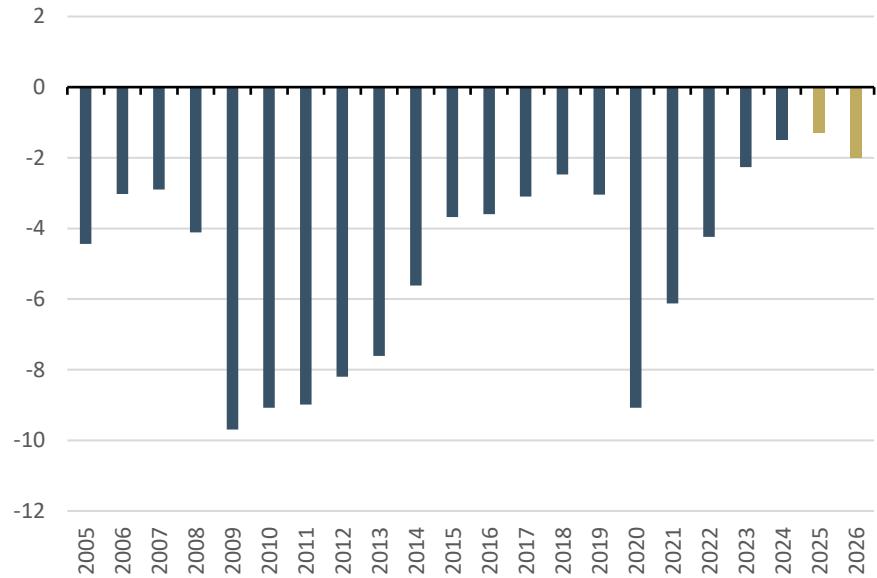
China: Gesamtstaatliche Finanzierungssalden in weiter auf hohem Niveau

CHINA (IN % DES BIP)



- Chinas Haushaltsdefizit ist in den vergangenen Jahren auf ein hohes Niveau gestiegen und hat den bis zu Beginn der 2010er Jahre noch geringen Schuldenstand inzwischen auf schätzungsweise 96% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen lassen.
- Die Defizite dürften angesichts fortgesetzter Fiskalmaßnahmen zur Stützung der Konjunktur hoch bleiben.

JAPAN (IN % DES BIP)



- In Japan war das Defizit in 2024 und 2025 auf moderatem Niveau. Da das nominale Bruttoinlandsprodukt aufgrund der erhöhten Inflation etwas schneller wächst, dürfte der Schuldenstand des Landes sich auf knapp 230% zum Inlandsprodukt belaufen haben.
- Weitere Zinssteigerungen sind jedoch ein größeres Risiko für die Schuldendynamik in Japan, und werden sich bereits in 2026 bemerkbar machen.



Kapitalmarktentwicklung

Die Renditen der Staatsanleihen dürften sich in 2026 seitwärts bewegen

RENDITE US-STAATSANLEIHEN (%)



RENDITE BUNDESANLEIHEN (%)



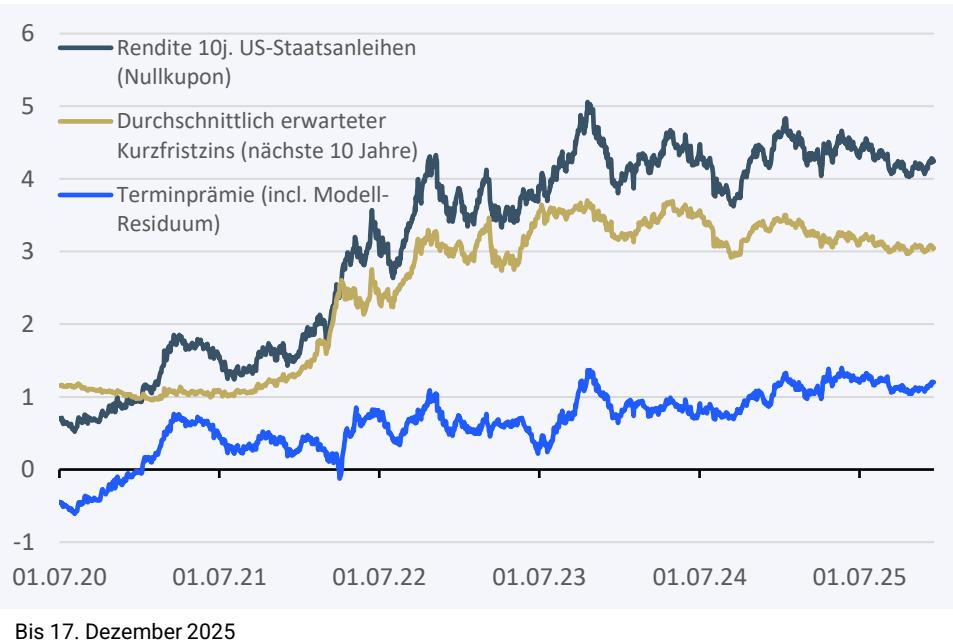
- Die Anleiherenditen von US-Staatspapieren haben sich trotz der Zinssenkungen der Notenbank in 2025 nur wenig vermindert. In 2026 ist im Wesentlichen mit einer Seitwärtsentwicklung zu rechnen. Angesichts der hohen Staatsschulden und einer hartnäckigen Inflation werden die Anleger eine Risikoprämie fordern.

- Die Renditen in Europa sind mit hohen Staatdefiziten in den nächsten Jahren zu rechnen, die einem Renditerückgang entgegenstehen.
- Die Zinskurve hat sich aufgrund der gelpolitischen Zinssenkungen sowohl in den USA wie in der EU normalisiert. Der Abstand zwischen langfristigen und kurzfristigen Renditen dürfte in etwa auf den aktuellen Niveaus bleiben.

Nach Berechnungen der Federal Reserve Bank of San Francisco trägt eine deutliche Risikoprämie zum Niveau der zehnjährigen Renditen über 4% bei

- Die Risikoprämie ist nicht genau messbar und muss mit Modellen geschätzt werden.
- Zu den Erklärungsfaktoren für die höhere Risikoprämie gehören sicherlich die Sorgen über scheinbar unaufhaltsam steigende Staatsdefizite und das Risiko einer anhaltend hohen und volatilen Inflation.

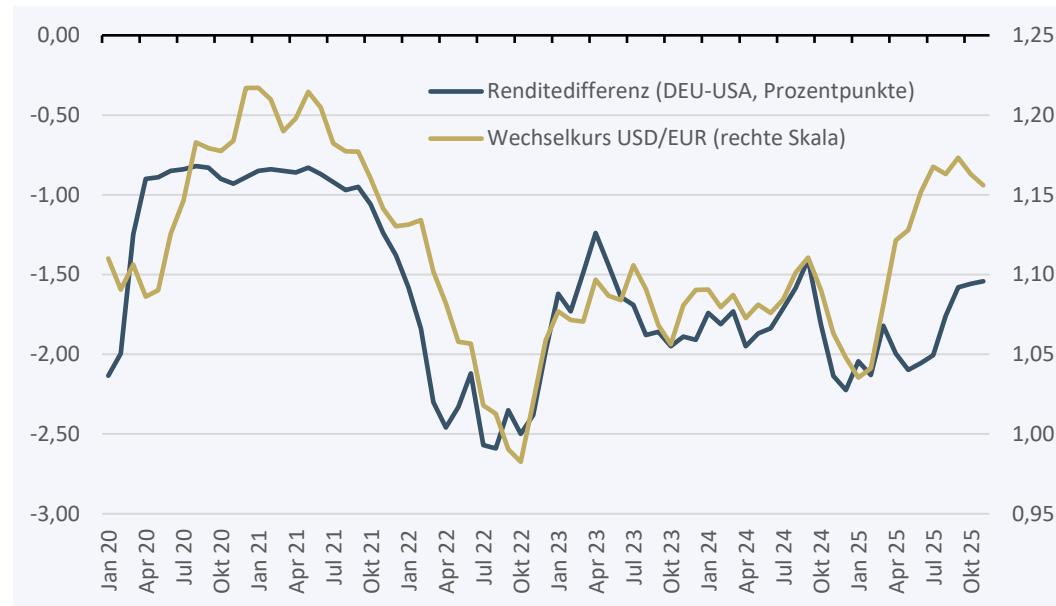
RENDITE 10J. US-STAATSANLEIHEN - ZERLEGUNG (% ,TAGESDATEN*)



Die Abwertungstendenz des USD in 2025 spiegelt geringere Renditedifferenzen und ein mangelndes Anlegervertrauen in die US-Politik

- Der Vorsprung der zweijährigen Anleiherenditen zugunsten der USA hat abgenommen.
- Dies und die Unsicherheit über die Politik der US-Regierung in der Handelspolitik und der Wechselkurspolitik haben eine Abschwächung des Dollar bewirkt.
- Es ist zumindest mit einer moderaten weiteren Abwertung des USD gegenüber dem Euro zu rechnen.

RENDITEABSTAND 2J. STAATSANLEIHEN UND USD/EUR-WECHSELKURS (DURCHSCHNITTE IM MONAT*)



Trotz der Korrekturen in 2025 ist der USD in realer Rechnung noch sehr hoch bewertet

- Der reale Außenwert des US-Dollar ist seit Anfang der 2010er Jahre kräftig angestiegen und hat Niveaus erreicht, die nicht weit entfernt sind von den Höchstwerten in den 1980er Jahren, als die Dollarstärke Fehlentwicklungen zur Folge hatte und eine konzertierte Aktion mit Interventionen gegen den Dollar unternommen wurde (Plaza Accord).
- Der Trump-Regierung dürfte ein derart starker Dollar missfallen (siehe auch Mar-a-Lago Accord), da er eine Rückführung des Leistungsbilanzdefizits der USA erschwert und die Konkurrenz um Industriearbeitsplätze verschärft.

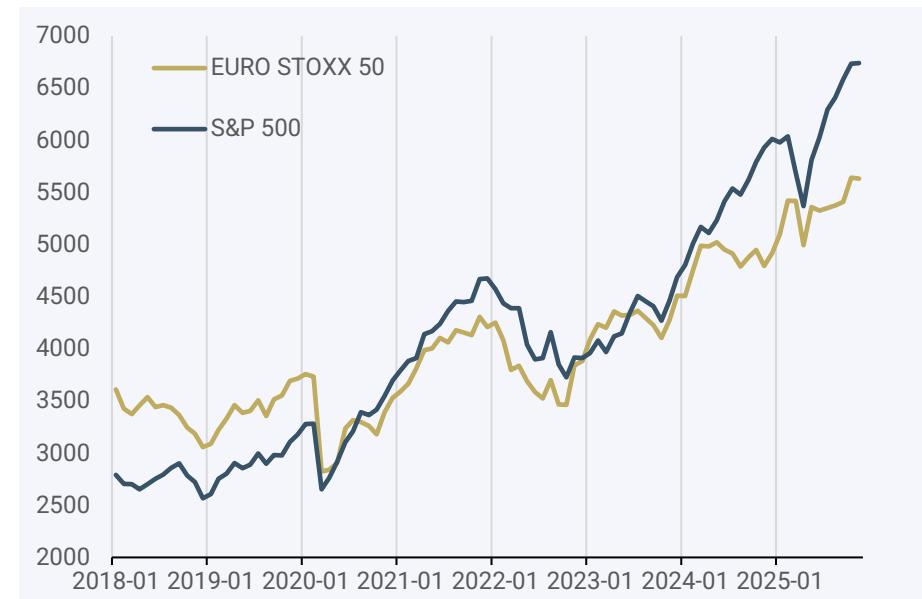
NETTOEXPORTE UND REALER EFFEKTIVER WECHSELKURS DES USD



Trotz der handelspolitischen Konflikte haben die Aktienmärkte den Aufschwung auch in 2025 fortgesetzt

- Nach 3 Jahren mit überaus starken Kurssteigerungen ist für 2026 mit moderateren Entwicklungen an den Aktienmärkten zu rechnen.
- Zwar dürften sich die Gewinne der Unternehmen weiter positiv entwickeln, aber es ist fraglich, ob die sehr hohen Gewinnerwartungen, die die Märkte vor allem in den USA aber auch in der EUW „einpreisen“, tatsächlich erreicht werden können.
- Zinssenkungsimpulse wie in 2024/25 wird es wohl nicht mehr geben und auch der finanzpolitische Spielraum ist in den USA wie im Euroraum weitgehend erschöpft.
- In den USA haben wenige Tech-Unternehmen mit sehr starken Kurssteigerungen und hohen Bewertungen die Entwicklung des Gesamtmarktes auch in 2025 dominiert. Auch wenn die KI-Revolution realwirtschaftlich noch am Anfang steht, ist damit zu rechnen, dass bei einzelnen Werten auch einmal Korrekturen anstehen werden, wenn die Unternehmen ihre ambitionierten Gewinnziele nicht erreichen und neue Konkurrenz am Markt auftritt.
- Ein gewisses Aufholpotential europäischer Werte ist angesichts deutlich niedrigerer Bewertungen als in den USA durchaus gegeben. Es sind jedoch durchgreifende Reformen nötig, um das Potential der europäischen Wirtschaft zu entfalten. Zur Zeit sind diese Reformen nicht absehbar.

AKTIENINDIZES IN NATIONALER WÄHRUNG
(MONATSDURCHSCHNITTSWERTE)



Weltwirtschaftliche Risiken und Chancen

	Kategorie (● Risiken / ● Chancen)	Beschreibung und Auswirkungen
●	Anhaltender Handelsstreit und Protektionismus	Zunahme von Zöllen, Exportkontrollen → Rückgang von Investitionen, instabile Lieferketten
●	Inflationsrisiken, vor allem in den USA	Zölle, strengere Einwanderungspolitik, Arbeitskräftemangel → US-Zinssenkungen bleiben aus
●	Finanzmarktinstabilität	Steigende Staatsverschuldung mit Zinsrisiken, Kreditausfälle, überzogene Erwartungen an KI-Erträge → Marktkorrekturen, Belastung für Haushalte & Unternehmen, Konsumrückgang
●	Eskalation Ukraine-Konflikt	Involvierung von Nato-Staaten → Vertrauensverlust, Investitionsunsicherheit
●	Unabhängigkeit der Fed	Politischer Druck auf Zinssenkungen, Neubesetzungen → Dollarkursrisiken, Inflationserwartungen
●	Durchbruch bei Handelsverhandlungen	Abbau von Zöllen, Rückkehr zu multilateralen Handelsabkommen → höhere Investitionen, stabilere Lieferketten, Produktivitätsgewinne
●	Beschleunigte strukturelle Reformen	Reformen zur Erhöhung der Arbeitsmarktbeteiligung und der Wettbewerbsfähigkeit → Steigerung des langfristigen Wachstumspotenzials
●	Produktivitätsschub durch Künstliche Intelligenz	Breitere KI-Anwendung → höhere Effizienz, Wachstum, Inflationsrückgang
●	Friedensabkommen im Ukraine-Konflikt	Nachhaltige Lösung, Beendigung der Sanktionen → positive Marktauswirkungen, Wiederaufbau Ukraine



LeanVal
RESEARCH

LeanVal Research GmbH
Bleichstraße 52
60313 Frankfurt am Main
+49 69 9494 88 050
research@leanval.investments
<https://www.leanval.investments>

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014 (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt. Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospектs oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet. Weitere Informationen unter: <https://research.leanval.investments/lv-disclaimer/>