

Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG

Übergangsphase

Kapitalmarkt-Ausblick 2026

26. November 2025



HAUCK
AUFHÄUSER
LAMPE

**„Wenn wir wollen, dass alles so bleibt,
wie es ist, muss alles sich ändern.“**

Giuseppe Tomasi di Lampedusa in „Der Leopard“



Grußwort des Chefvolkswirts

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

alle Jahre wieder melden wir uns zu dieser Jahreszeit bei Ihnen mit unserem Kapitalmarkt-Ausblick. Hinsichtlich des kommenden Jahres haben wir uns für den Titel „Übergangsphase“ entschieden – und das aus gutem Grund: Übergänge verstehen wir als herausfordernde Phasen, in denen alte Systeme und Gewissheiten ihre Gültigkeit verlieren, während neue Strukturen noch nicht etabliert sind. Davon betroffen ist nicht nur das wirtschaftliche Umfeld, die Übergangsphase ist hinsichtlich Gesellschaft, Politik, Technologie und Sicherheit deutlich breiter angelegt. Sie erfordert eine besondere Aufmerksamkeit, da sie mit anderen Risiken und Chancen als gewohnt einhergeht.

Für das Jahr 2026 zeichnet sich eine weitergehende Neuordnung bereits ab: etwa im internationalen Handel, in der Energieversorgung und bei der geopolitischen Sicherheit. Konkret bedeutet das: Die multilaterale Welthandelsordnung, jahrzehntelang Motor des Wohlstands, weicht einem Mehr an Autarkie- und Resilienzbestrebungen, deren Architektur erst noch entsteht. Zölle bedeuten dabei nicht das letzte Wort, Importquoten und Subventionen können neue handelspolitische Schauplätze sein. Alternativen zu fossiler Energie dürften insbesondere hinsichtlich verlässlicher Verfügbarkeit und wirtschaftlicher Tragfähigkeit intensiver weiterentwickelt werden. Und die militärische Aufrüstung ist aus dem Startblock bereits herausgetreten und auf der Strecke.

Diese Gemengelage dürfte das makroökonomische Umfeld und die Finanzmärkte 2026 prägen. Letztlich stehen nationale Souveränität gegen globale Effizienz und das Bedürfnis nach Stabilität gegen die Unausweichlichkeit systemischer Veränderung. Wie wird die von uns erwartete Übergangsphase aber auf Konjunktur, Inflation, Zinsen und Vermögensklassen wirken? Unsere Schlussfolgerungen finden Sie zu Ihrer Orientierung in diesem Kapitalmarkt-Ausblick.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre!

Mit den besten Grüßen, Ihr

Dr. Alexander Krüger

Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt





Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	1
Prognosen	2
Makroökonomische Trends	3
DEU: So schaffen wir es nicht	6
Euroraum: Wirtschaft robust.....	8
USA: Wirtschaft läuft rund.....	10
China: Abschwächung voraus	12
GBR: BIP zieht bald an	14
Geldpolitik: Alles ruhiger.....	16
Staatsanleihen: Belastet	18
US-Exzeptionalismus bleibt	20
Währungen: Uneinheitlich.....	23
Asset Allocation.....	26
Ihre Ansprechpartner	29
Abkürzungen.....	30
Erklärungen	31
Wichtige Hinweise	32



Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Auf einen Blick

Umbruch, Unsicherheit, Übergang! Unseres Erachtens werden dies die Merkmale der von uns für 2026 hinsichtlich der Weltwirtschaft erwarteten Übergangsphase sein. In dieser dürfte die diesjährige Aufkündigung der multilateralen Weltordnung durch die USA den Konjunkturgang weiter vor Herausforderungen stellen. Manche Lieferkette wurde wegen des US-Zollschocks bereits neu justiert. Hier sehen wir die Würfel nicht als gefallen an: die USA werden ihre wirtschaftliche und militärische Stärke mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter einsetzen, um eigene Interessen durchzusetzen. Dabei wird ihnen wohl auch die eigene KI-Dominanz helfen. China besitzt eine Überlegenheit bei Seltenen Erden. Dem feindseligen Gegenüber der Weltmächte werden sich andere Länder kaum entziehen können, neue Handelsabkommen benötigen Zeit. Vor allem Europa wird sich wirtschaftspolitisch verändern müssen, will es sich zwischen „den Großen“ behaupten.

USA und China im Dauerzwist

In dieser Gemengelage wird die Weltwirtschaft 2026 wohl um 2,9 % wachsen. Das ist etwas weniger als 2025. Ursächlich sind für uns Mengenreaktionen, die sich wegen des weiter nachwirkenden US-Zollschocks erst noch nachteilig für Exporte einstellen werden. Das belastet die US-Wirtschaft, in der andere Wachstumskräfte aber überwiegen. Für die USA erwarten wir daher einen hohen BIP-Zuwachs von 2,3 %. Anderswo läuft es nicht so: in China wird sich die Wirtschaftsleistung wohl auch wegen struktureller Probleme abschwächen, dank Fiskal - und Geldpolitik aber nur auf 4,5 %. Angeschoben durch das Fiskalpaket für Infrastruktur und Verteidigung dürfte das BIP in Deutschland um 1,2 % endlich wieder expandieren. Anhaltende Standortnachteile und fehlende Reformen legen aber lediglich ein konjunkturelles Strohfeuer statt einen höheren Wachstumspfad nahe.

Das Inflationsumfeld wird sich 2026 aus unserer Sicht günstig zeigen. Für den Euroraum erwarten wir eine dem 2,0%-Preisziel der EZB entsprechende Entwicklung. Die Notenbank dürfte den Einlagesatz daher ganzjährig bei 2,00 % halten. Trotz der zollbedingt höheren Inflationsrate in den USA und wegen des dort schwächelnden Arbeitsmarktes erwarten wir den Leitzins auf 3,00 % fallend. Politischer Einfluss auf die Geldpolitik ist hier das zentrale Risiko für einen größeren Rückgang. Für 2026 prognostizieren wir sonst meist stabile oder fallende Leitzinsen. Nach den Jahren mit restriktiver Ausrichtung besteht damit oft eine neutrale Haltung. Für Japan rechnen wir dagegen mit zwei Mini-Zinserhöhungen.

USD bleibt geschwächt

Der globale Verschuldungsanstieg dürfte sich 2026 fortsetzen. Dabei schätzen wir die Lage mit Blick auf ausufernde Defizite in vielen Staatshaushalten als besorgniserregend ein. Bei der Rendite der 10-jährigen Treasury schauen wir deshalb trotz der von uns erwarteten geldpolitischen Unterstützung nach oben. Ende 2026 dürfte sie bei 4,60 % liegen. Auch für Bundesanleihen zeichnet sich ein Renditeanstieg durch den vom Fiskalpaket ausgehenden Angebotsdruck ab. Hier wird die 10-Jahresrendite Ende 2026 wohl bei 3,00 % liegen. Vor allem in den USA, aber auch in Deutschland, dürfte sich die Renditestrukturkurve noch versteilen.

In unserem Sonderthema zum EWU- und US-Wachstumspotenzial identifizieren wir einen deutlichen Vorsprung der USA. Unseres Erachtens wird EUR-USD vor allem deshalb unter 1,20 gehalten, ebenso durch den tiefen und liquiden US-Staatsanleihemarkt. Die politische Einflussnahme nagt aber am Vertrauen in US-Institutionen und Rechtsstaatlichkeit und damit an USD. Unser DAX-Ziel für Mitte 2026 liegt bei 25.500 Punkten. Hierfür sehen wir robuste Gewinnerwartungen und zunehmende Anlegerhoffnungen an einen globalen Aufschwung als maßgeblich an. In unserer Asset Allocation bevorzugen wir Aktien gegenüber Anleihen.

Prognosen

Wachstum und Inflation

% zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2024	2025P	2026P	2027P	2024	2025P	2026P	2027P
Welt	3,3	3,1	2,9	2,9				
Euroraum*	0,8	1,4	1,1	1,3	2,4	2,1	2,0	2,2
Deutschland**	-0,5	0,1	1,2	1,4	2,3	2,2	2,0	2,2
Frankreich	1,1	0,8	1,1	1,0	2,3	1,0	1,6	1,9
Italien	0,5	0,5	0,6	0,8	1,1	1,7	1,6	2,1
Spanien	3,5	2,8	1,8	1,6	2,9	2,6	2,3	2,1
Großbritannien	1,1	1,4	1,1	1,3	2,5	3,4	2,5	2,2
Schweiz	1,4	1,4	1,1	1,4	1,1	0,2	0,4	0,6
USA	2,8	2,0	2,3	2,2	3,0	2,8	2,9	2,4
China	5,0	4,9	4,5	4,3	0,2	0,1	1,0	0,8
Japan	-0,2	1,4	1,0	1,2	2,7	3,0	1,3	1,5
Indien	6,7	6,8	6,4	6,4	4,9	2,2	4,4	4,8

Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Verbraucherpreise: HVPI ** Bruttoinlandsprodukt: Arbeitstageeffekt berücksichtigt; Verbraucherpreise: Nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)

	25.11.2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
USA					
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	4,00	3,50	3,25	3,00	3,00
2-jährige Treasury	3,50	3,30	3,10	3,00	3,00
10-jährige Treasury	3,99	4,20	4,40	4,50	4,60
Euroraum					
EZB-Einlagesatz	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
2-jährige Bundesanleihe	2,02	2,00	2,10	2,10	2,10
10-jährige Bundesanleihe	2,67	2,80	2,90	2,90	3,00
Großbritannien					
Bank Rate	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00
2-jährige Gilt	3,76	3,50	3,30	3,20	3,10
10-jährige Gilt	4,57	4,60	4,80	4,80	4,90
Schweiz					
SNB-Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2-jährige Eidgenössische	-0,13	-0,10	-0,10	-0,05	0,00
10-jährige Eidgenössische	0,17	0,30	0,40	0,40	0,50

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Aktienmarkt

	25.11.2025	Q2 2026	Q4 2026
DAX (Index)	23.465	25.500	25.700

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Währungen

	25.11.2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
EUR-USD	1,16	1,16	1,18	1,16	1,15
EUR-GBP	0,88	0,88	0,90	0,89	0,89
EUR-CHF	0,93	0,91	0,90	0,90	0,90
EUR-PLN	4,22	4,25	4,30	4,30	4,35

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende



Makroökonomische Trends

Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Zölle bremsen Weltwirtschaft

**Wenn sich US-Lager geleert haben,
fällt die Zollwirkung erst richtig auf**

Unklare Preisreaktionen voraus, ...

**... der globale Inflationsauftrieb dürfte
sich aber weiter im Rahmen halten**

Schuldenquoten vor erneutem Anstieg

Weltwirtschaft: Zollschock wirkt nach

Der negative Angebotsschock durch höhere US-Zölle wird die Weltwirtschaft unseres Erachtens weiter belasten. Er erschwert die internationale Arbeitsteilung, bremst den Produktivitätsfortschritt und erfordert neujustierte Lieferketten. Aus unserer Sicht stehen für 2026 auch vor allem negative Mengenreaktionen erst noch bevor. Sie ergeben sich als Reaktion auf diesjährige Vorziehimporte, die vor der Zollerhebung in großem Stil stattgefunden hatten. Der damit einhergegangene Lageraufbau befindet sich seither im Rückwärtsgang. Wegen des höheren Zollniveaus werden 2026 nun voraussichtlich aber weniger Waren als 2025 in die USA exportiert. Viele Länder dürften sich zudem nach neuen Handelspartnern umsehen, ohne dass Abkommen rasch verabschiedet werden. Für 2026 rechnen wir deshalb mit einer leichten Abschwächung des durch US-Zölle bereits etwas gebeutelten globalen Wachstums von 3,1 auf 2,9 %. Dabei stützen die höheren staatlichen Konsumausgaben, steigende Realeinkommen in manchen Ländern sowie das allgemein gesunkene Zinsniveau die Konjunktur. Somit bleibt ein nennenswerter Abstand zum Rezessionsbereich bestehen, eine dynamische Entwicklung steht gleichwohl nicht bevor. Unsere Prognose unterstellt, dass neue Zölle von den USA ausbleiben und Gegenzölle in größerem Stil nicht erhoben werden.

Inflation: Es passt sozusagen

Der globale Preisauftrieb hat sich 2025 weitgehend normalisiert, die vorherige Inflationswelle ist abgeklungen. Mit dem 2,0-%-Preisziel klappt es aber noch nicht überall, etwa in den USA und Großbritannien. Der zurückliegende Inflationsanstieg ist aber auch dort weitgehend eingefangen. Unseres Erachtens wird das 2026 so bleiben. Zollbedingte Preissteigerungen fallen nach zwölf Monaten aus dem Vorjahresvergleich, wodurch vor allem die US-Inflationsrate automatisch einem Abwärtsdruck ausgesetzt ist. Der Zollschock wird dennoch rund um den Globus weiter zu verdauen sein. Hiermit rechnen wir vor allem für die ersten Monate des kommenden Jahres. Da im ersten Quartal 2025 vielfach Waren in die USA verschifft wurden, bevor US-Zölle wirksam wurden, wirken diese nämlich erst so richtig durch, wenn sich Lager in den USA geleert haben.

Die Preisreaktionen hierauf sind eher unklar. (1) Offen ist, ob nicht mehr in die USA exportierende Unternehmen ihre Produktpreise senken, um Waren zum gleichen Preis anbieten zu können. Der Zollschaten läge dann, anders als zurzeit, im Ausland, die US-Inflation, und mit ihr die US-Verbraucher, würden entlastet. (2) Anders liegt der Fall, wenn Waren aus den USA zu unveränderten Preisen etwa nach Europa exportiert werden. Wegen des Null-Zolls können sie hierzulande weiter günstig angeboten werden, die Inflation bliebe niedrig. Senkten US-Unternehmen Preise, fiel die Inflationsrate sogar. (3) Unklar ist der Nettoeffekt auf Inflation und Margen hingegen, wenn US-Unternehmen zollbedingt teurere Vorleistungsprodukte importieren und daraus erstellte Endprodukte exportieren. Die angeführten Beispiele zeigen, dass die aktuelle Divergenz der Inflationsverläufe zwischen manchen Währungsräumen je nach Reaktion der Unternehmen weiter variieren oder sich annähern kann. So oder so dürfte sich der globale Preisdruck aber im Rahmen halten, zumal der zunehmende KI-Einsatz preissenkend wirken dürfte.

Verschuldung: Anhaltendes Übel

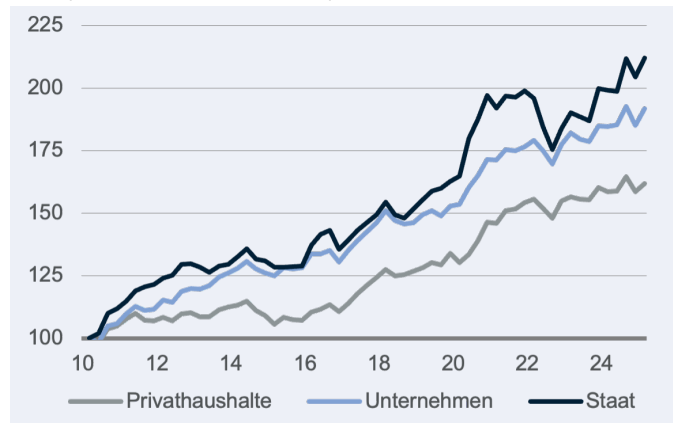
Der Erhalt der Schuldentragfähigkeit bleibt aus unserer Sicht auch im kommenden Jahr eine weltweit enorme Herausforderung. Insbesondere durch Militärausgaben infolge der gestiegenen geopolitischen Bedrohungslage dürften Spannungen in Staatshaushalten weiter zunehmen. Das betrifft künftig auch Deutschland. Für Schuldenquoten besteht unseres Erachtens daher grundsätzlich ein



Aufwärtspotenzial, da das nominale BIP-Wachstum mit den steigenden Schulden kaum mithalten wird. Für eine ambitionierte Rückführung der Haushaltsdefizite fehlt zudem weltweit ein politischer Konsens, ebenso für einen beständigen Schuldenabbau. Der Boden für eine Vertrauenskrise ist aus unserer Sicht deshalb längst bereitet. Diesbezüglich setzen wir aber unverändert darauf, dass betroffene Staaten im Bedarfsfall von „ihren“ Notenbanken gerettet werden. Die Schulden-thematik löste das nicht, der Inflation würde Vorschub geleistet.

Immer mehr globale Verschuldung

Welt (Sektoren, Q1 2010=100)



Quelle: LSEG Datastream

Schwächerer Dollar, höherer Goldpreis

Gold und Wechselkurs



Quelle: LSEG Datastream

Anleger werden weiter auf Gold vertrauen ...

... und Engagements von Notenbanken noch ausgeweitet werden

Goldverkäufe zur Staatsfinanzierung? Wohl kaum!

Gold: Weiter glänzend

Der diesjährig kräftige Goldpreisanstieg spiegelt unseres Erachtens einen klaren Vertrauensverlust vieler Investoren in die Schuldentragfähigkeit von Staaten, Privathaushalten und Unternehmen wider. Das setzt Papierwährungen unter Druck. Aufgrund anhaltender Schuldenexzesse dürfte sich diese Entwicklung 2026 eher noch fortsetzen. Aus unserer Sicht hat der Goldpreis deshalb auch noch Luft nach oben, zumal das Edelmetall von Notenbanken zur Sicherung eigener Währungsbestände und als Schutz vor geopolitischen Risiken weiter gekauft werden dürfte.

Wir halten es grundsätzlich für richtig, dass Notenbanken die Hand über nationale Goldbestände halten, damit diese nicht zur Alimentierung staatlicher Haushaltsdefizite verwendet werden. Allerdings gehört das Gold nicht einer Notenbank, sondern dem Staat, letztere ist lediglich dafür verantwortlich. Wir halten es zwar für zumutbar, dass Gold im Falle von Zahlungsschwierigkeiten verkauft wird und Länder insbesondere im Euroraum nicht darauf vertrauen dürfen, in erster Linie von der EZB unterstützt zu werden. Zum Verkauf des Tafelsilbers wird es gleichwohl kaum kommen: ein Notfall besteht derzeit nicht, und im Bedarfsfall dürften Staaten die Krisenlast auf Notenbank und Staatsanleihebesitzer verlagern, statt Ihnen mit Goldverkäufen Luft zu verschaffen. Ungeachtet von zwischenzeitlichen Kurskorrekturen wird der Kampf ums Gold also wohl eher noch zunehmen.

Künstliche Intelligenz: Auf Siegeszug

Es dürfte außer Frage stehen, dass sich KI ihren Platz im weltweiten Miteinander weiter erobern wird. Hohe Investitionen sorgen für Produktivitätssteigerungen, die das Wirtschaftswachstum künftig wohl noch stärker ankurbeln werden. Als Vorreiter sehen wir weiter China und die USA an. Europa wird sich diesem Veränderungsprozess erst noch mehr zu stellen haben. Das unterstreicht auch die Forschung, die dem diesjährigen Wirtschaftsnobelpreis zugrunde liegt: Danach ist Offenheit für Neues ein Garant für künftigen Wohlstand. Trotz dieser grundsätzlich guten Aussichten sehen wir für 2026 eine gewisse KI-Korrekturanfälligkeit.

Offenheit gegenüber KI gewinnt

Makroökonomisches Umfeld





DEU: So schaffen wir es nicht

Dr. Alexander Krüger

Chefvolkswirt

+49 211 4952-187

alexander.krueger@hal-privatbank.com

Das Fiskalpaket hilft nur dann, wenn es vor allem für kapazitätssteigernde Investitionen sorgt

Zweckentfremdung und Reformmüdigkeit zementieren den Status quo

Konjunkturelles Strohfeuer 2026/27 bei dauerhaft steigenden Staatsschulden

Mit neuer Agenda zur Reformfähigkeit zurückfinden

Unseren Erwartungen zufolge wird es die deutsche Wirtschaft auch 2026 schwer haben. Wir rechnen mit weiteren nachteiligen Mengenreaktionen durch den diesjährigen US-Zollshock, der den Exportsektor belasten wird. Statt in die USA dürften viele Güter nur allmählich in andere Länder verkauft werden. Hinzu kommt der intensive Wettbewerb mit China, der wirtschaftlichen Tribut ebenso weiter fordern wird wie die seit vielen Jahren bestehenden zahlreichen Standortnachteile. Problematisch ist zudem, dass der Kreditzugang für Unternehmen schwieriger geworden ist. Vielfach ruhen Hoffnungen daher auf dem Fiskalpaket der Bundesregierung für Infrastruktur und Verteidigung, das wirtschaftlich belebend wirken soll.

In der Folge wird die jahrelange Stagnationsphase unseres Erachtens 2026 enden und das BIP deutlich zunehmen. Auch wenn das hier und da gefallen mag: eine Erfolgsmeldung liegt nicht vor. Entscheidend ist nämlich, dass durch die zusätzliche Staatsverschuldung Investitionen angeschoben werden, die kapazitätssteigernd wirken. Es geht also darum, die Wirtschaft auf einen höheren Wachstumspfad zu führen, auf dem bei normal ausgelasteten gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten fortlaufend mehr Wachstum möglich ist. Das ist auch deshalb wichtig, weil die Demografie weiterhin beständig Wachstumspunkte kosten wird. Beim Blick auf die Wirtschaftstätigkeit sind Konjunktur und Wachstum also zu trennen.

Konjunktur reicht alleine nicht

Wir sind wenig zuversichtlich, dass ein höherer Wachstumspfad mit den aktuellen Plänen der Regierungskoalition erreichbar ist. Um Haushaltslöcher zu stopfen, hat diese für den 2025er-Haushalt bereits nennenswert Mittel aus dem Fiskalpaket für konsumtive statt investive Zwecke verwendet. Wir rechnen mit einem ähnlichen Vorgehen für 2026, da Haushaltslöcher und politische Begehrlichkeiten anhalten dürften. Vertrauen schafft das nicht, Anreize für private Investitionen werden zudem reduziert. Hinzu kommt, dass der „Herbst der Reformen“ nahezu ausgefallen ist, ein Nachholtermin ist nicht in Sicht. Viele Standortnachteile bleiben somit vorerst bestehen, vor allem bei Bürokratie und Steuern. Deutschland muss unseres Erachtens aufpassen, wettbewerbsseitig nicht weiter in die Defensive zu geraten.

Wegen des Fiskalimpulses rechnen wir für 2026 mit einem BIP-Anstieg von 1,2 %. Darin enthalten ist ein ungewöhnlich hoher Arbeitstageeffekt von 0,25 Prozentpunkten. Positive Impulse erwarten wir vor allem von staatlichen Konsumausgaben und (Bau-)Investitionen. Der von uns erwartete BIP-Zuwachs von 1,4 % für 2027 relativiert sich zur Hälfte durch die statistisch höhere Ausgangsbasis. Beide BIP-Raten entsprechen somit einem konjunkturellen Strohfeuer. Da wir davon ausgehen, dass das aktuelle Politikumfeld bestehen bleibt, dürfte der BIP-Zuwachs in der Zeit ab 2028 zur Potenzialrate von knapp 0,5 % fallen. Bei dann gesteigerter Staatsverschuldung leidet unseres Erachtens die Schuldentragfähigkeit.

Für uns steht fest, dass die deutsche Wirtschaft einen strengen angebotsseitigen Reformkurs benötigt, der Veränderungen, etwa bei der Demografie, berücksichtigt und dessen Geist sich rasch auch auf das Fiskalpaket überträgt. Mit der Agenda 2010 liegen Erfahrungen bereits vor, wo Ansatzpunkte bestehen können. Klar ist für uns, dass Liebgewonnenes nicht vollständig erhalten werden kann und das Leistungsprinzip zu stärken ist. Gelingt diese gesellschaftliche Kraftanstrengung nicht, werden Verteilungskämpfe voraussichtlich noch deutlich intensiver werden.

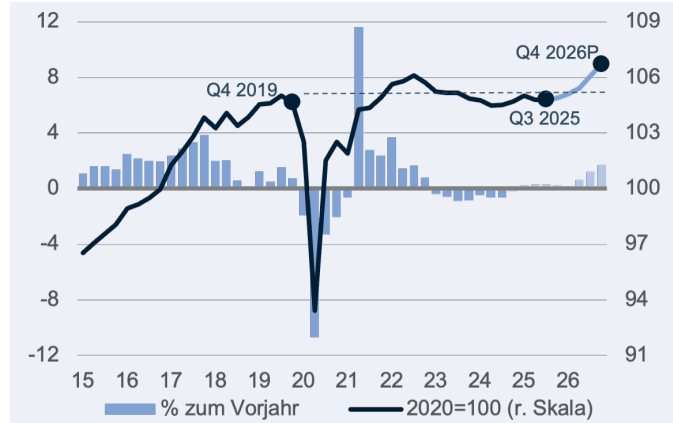
Prognosen für Deutschland

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	-0,9	-0,5	0,1	1,2	1,4
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	5,9	2,3	2,2	2,0	2,2
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	5,9	6,1	6,3	6,2	6,1

Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P/27P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

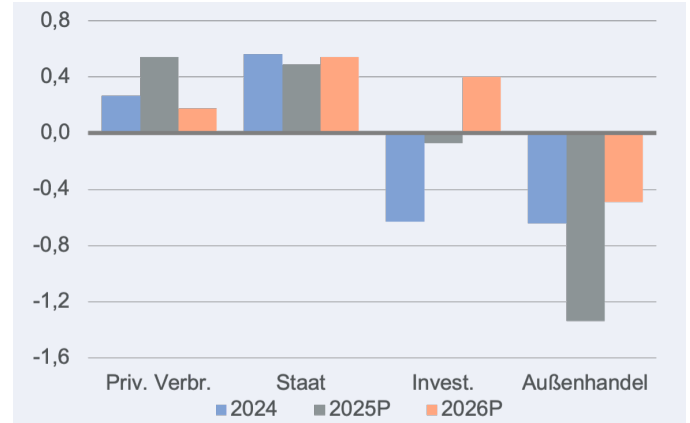


Schulden schieben Konjunktur an BIP (DEU, real)



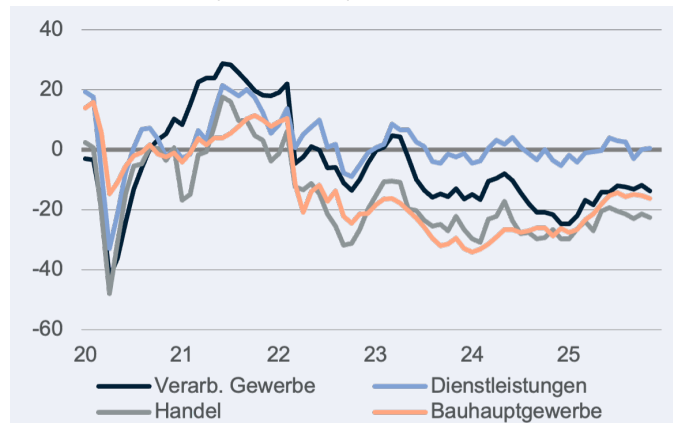
Quelle: LSEG Datastream. 10/2025-12/2026: Prognose HAL

Hoffen auf Investitionen BIP (DEU, real, Beitrag, %-Punkte)



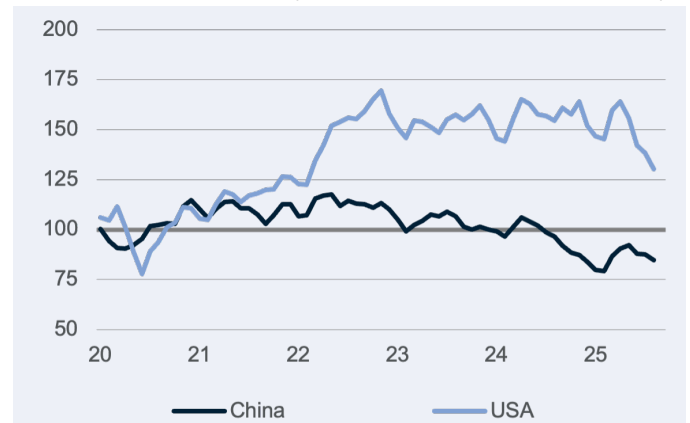
Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P: Prognose HAL

Pessimismus weiter verankert ifo Geschäftsklima (DEU, Saldo)



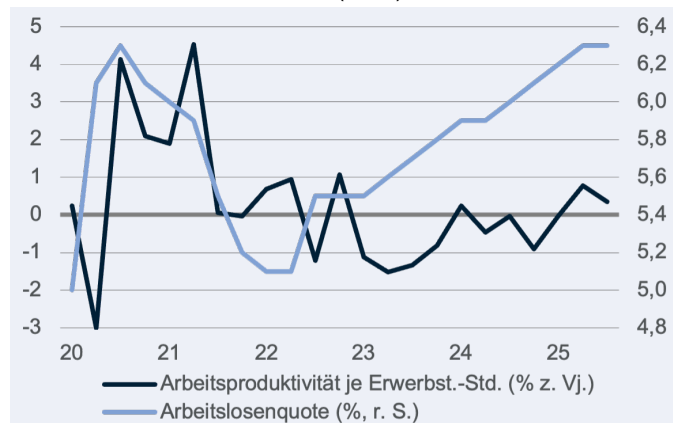
Quelle: LSEG Datastream

Zentrale Handelspartner zieren sich Exporte in andere Länder (DEU, 2020=100, 3M-Durchschnitt)



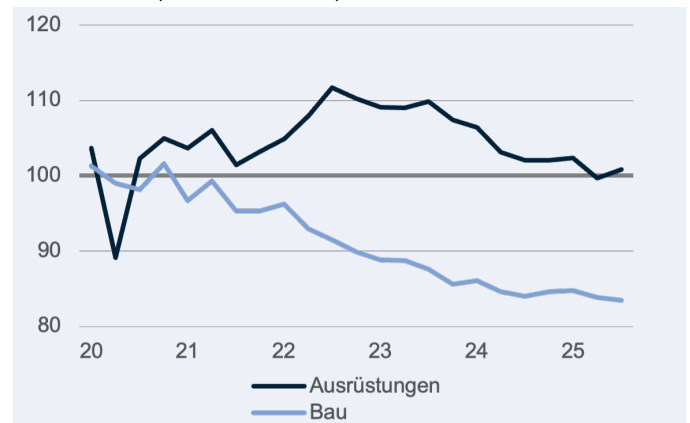
Quelle: LSEG Datastream

Produktivität wiederbeleben Produktivität und Arbeitsmarkt (DEU)



Quelle: LSEG Datastream

Zukunft mit Rückschritt nicht gestaltbar Investitionen (DEU, 2020=100)



Quelle: LSEG Datastream

Euroraum: Wirtschaft robust

Nils Sonnenberg
+49 211 4952-616
nils.sonnenberg@hal-privatbank.com

EWU-Konjunktur: Äußerer Gegenwind trifft auf inneren Rückenwind

Konjunkturtempo nimmt 2026 wieder Fahrt auf

Der langfristige Wachstumspfad braucht private Investitionen

Regulierungsgeflecht fesselt Wachstumskräfte

Inflation bleibt im Lot

Trotz erheblich höherer US-Zölle auf Ausfuhren des Euroraums, zeitweiser Lieferkettenstörungen bei Seltenen Erden und Halbleiterchips dürfte die Wirtschaftsleistung im Euroraum 2025 um 1,4 % zum Vorjahr steigen. Für das kommende Jahr erwarten wir zwar einen BIP-Zuwachs von nur 1,1 %. Hinter diesem verbirgt sich allerdings eine im Vergleich zu 2025 zunehmende Konjunkturdynamik.

Nach dem kräftigen BIP-Anstieg im ersten Quartal 2025, der maßgeblich auf den Exportboom in Erwartung der absehbaren US-Zollerhöhungen auf EU-Ausfuhren zurückzuführen war, schwächte sich die Wirtschaftsaktivität anschließend deutlich ab. Das Exportgeschäft auf den ausländischen Märkten steht zudem in einem verschärften Wettbewerb mit chinesischen Produzenten. Unterstützend auf den Inlandskonsum und die Investitionen wirken hingegen die nachlassenden Bremseffekte der Geldpolitik sowie weiter hohe Haushaltsdefizite. Auch die zunehmende Kreditvergabe der Geschäftsbanken an Haushalte und Unternehmen wirkt sich positiv auf die Konjunktur aus. Im Schlussquartal 2025 dürfte die politische Instabilität in Frankreich Bremsspuren hinterlassen. Für Deutschland deuten monatliche Konjunkturindikatoren einen Verbleib im Stagnationsumfeld an.

Im kommenden Jahr dürfte die deutsche Wirtschaft aufgrund des starken Fiskalimpulses die EWU-Konjunktur wieder stützen. Die hohen staatlichen Ausgaben werden wohl auch in den übrigen Euroraum ausstrahlen. In Frankreich bleibt die Fiskalpolitik mit einem Defizit von in etwa 5,0 % wohl weiter am Anschlag. Für Spanien und Italien erwarten wir etwas schwächere Fiskalimpulse, da Mittel aus dem EU-Aufbaufonds weniger üppig als in den vergangenen Jahren fließen.

Die längerfristigen Wachstumsperspektiven für den Euroraum bewerten wir mit einem geschätzten Potenzialwachstum von 1,0 % als durchwachsen. Essentiell bleibt ein attraktiveres Investitionsumfeld für Unternehmen, da private Investitionen die Grundlage für künftiges Wachstum, Produktivitätsfortschritt und Stabilität der sozialen Sicherungssysteme darstellen. Das bestehende Regulierungsgeflecht belastet die EWU-Wachstumskräfte allerdings stark. Hier ist unserer Ansicht nach eine durchgreifende Standortpolitik notwendig. Die Einsicht dazu scheint jedoch noch nicht gereift zu sein. Für 2026 zeichnet sich eine echte Trendwende deshalb nicht ab. Auch beim Abbau von Handelsbarrieren innerhalb des Euroraums sehen wir noch großes Potenzial.

Anfang 2026 wird die Inflationsrate (HVPI) durch im Vorjahresvergleich niedrigere Energiepreise und entlastende Maßnahmen für Konsumenten in Deutschland wohl temporär unter 2,0 % fallen. Im zweiten Halbjahr fallen diese dämpfenden Effekte geringer aus, weshalb die Inflationsrate dann leicht über 2,0 % steigen dürfte. Der monatliche Preisauftrieb bei Gewerblichen Waren wird durch die EUR-Aufwertung und den scharfen Wettbewerb auf dem heimischen Markt wohl weiter unterdurchschnittlich ausgeprägt sein. Für Dienstleistungen rechnen wir unverändert mit erhöhtem Preisdruck. Dieser speist sich aus zwei Punkten: der schwachen Produktivitätsentwicklung und steigenden Löhnen aufgrund der Arbeitskräfteknappheit. Der allgemeine Preisauftrieb dürfte 2027 durch einen höheren Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten tendenziell noch zunehmen. Auch die Energiepreise werden 2027 wohl wieder positiv zur Gesamtinflationsrate beitragen, da für Kraftstoffe und Heizöl ein höherer CO₂-Preis ansteht.

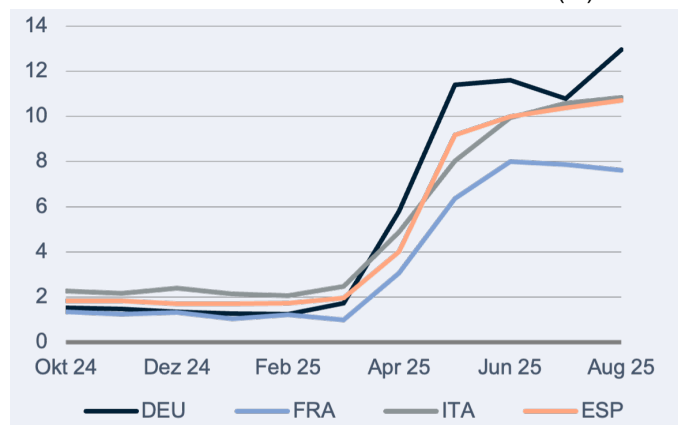
Prognosen für den Euroraum

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	0,6	0,8	1,4	1,1	1,3
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	5,4	2,4	2,1	2,0	2,2
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	6,5	6,3	6,4	6,3	6,2

Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P/27P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

US-Zölle auf EWU-Exporte schnellen hoch

Effektive Zollsätze von EWU-Ausfuhren in die USA (%)



Quelle: USITC, LSEG Datastream, eigene Berechnungen

Schwerer Stand in Schlüsselmärkten

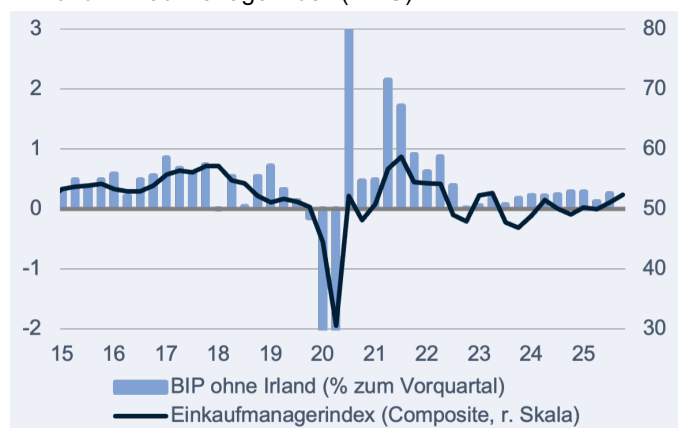
Ausfuhren (EWU, 3M-Durchschnitt, 2020=100)



Quelle: LSEG Datastream

Konjunktur ohne Schwung, ...

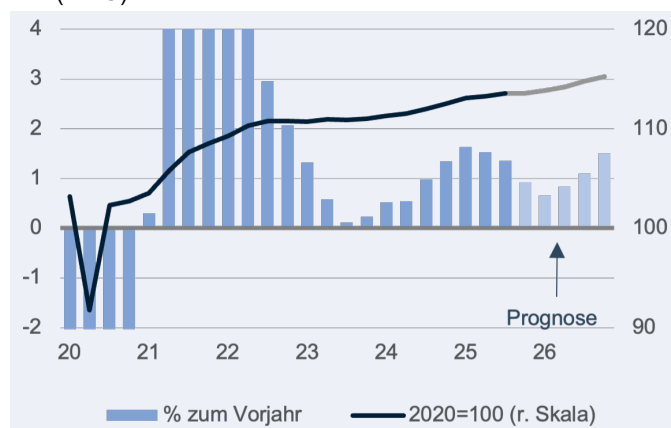
BIP und Einkaufsmanagerindex (EWU)



Quelle: LSEG Datastream

... ab dem Frühjahr 2026 wird es besser

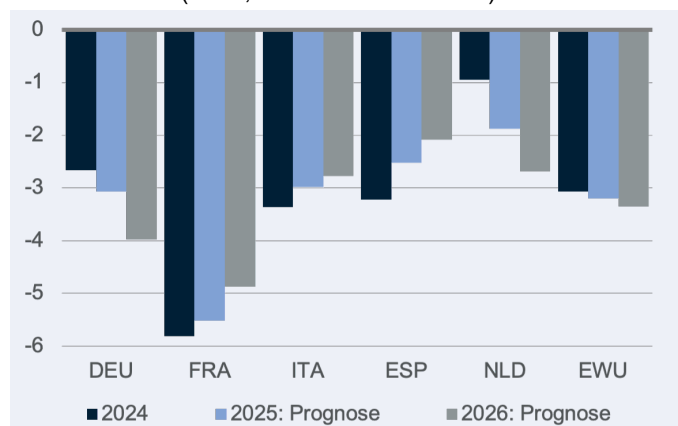
BIP (EWU)



Quelle: LSEG Datastream. 10/2025–12/2026: Prognose HAL

EWU-Fiskalimpuls steigt 2026 noch leicht an

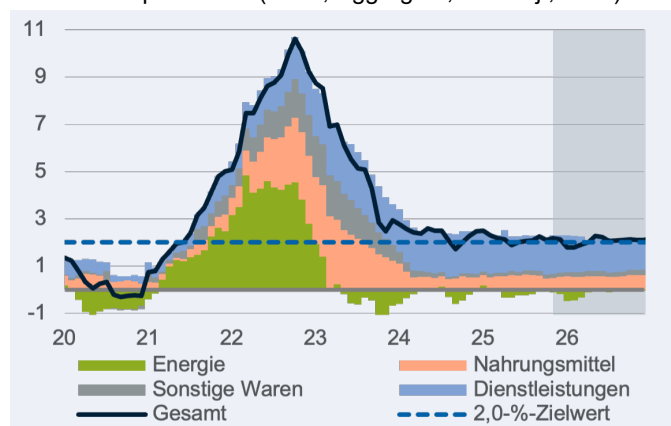
Haushaltssaldo (Staat, % des nominalen BIP)



Quelle: Europäische Kommission (DG-ECFIN AMECO)

Preisstabiles Umfeld bleibt bestehen

Verbraucherpreisindex (EWU, Aggregate, % z. Vj., %-P.)



Quelle: LSEG Datastream. 11/2025–12/2026: Prognose HAL



USA: Wirtschaft läuft rund

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Trumps wirtschaftspolitische Agenda weitgehend umgesetzt

Die US-Wirtschaft zeigte trotz der zeitweise stark verunsichernden Politik der US-Regierung bis zuletzt eine bemerkenswert hohe Dynamik bei Konsum- und Investitionsausgaben. Letztere wurden beflügelt durch den KI-Boom. Durch den rekordlangen Government Shutdown (01.10.–12.11.2025) wird die Wirtschaftsleistung im Schlussquartal 2025 zwar stark beeinträchtigt. Den Erfahrungen zufolge werden Ausfälle aber rasch aufgeholt. Abgesehen davon erwarten wir unverändert, dass zollbedingte Preisanstiege und Kaufkraftverluste sichtbar werden und die Beschäftigungsentwicklung schwach bleibt. Vor diesem Hintergrund dürfte der private Konsum bis in das erste Halbjahr 2026 belastet bleiben.

Trump ist immer wieder für Überraschungen gut

Von den US-Zöllen und den von der US-Regierung anderen Ländern abgerungenen Investitionsversprechen werden im kommenden Jahr wohl weniger starke Impulse auf die Konjunktur ausgehen, als es die Trump-Regierung erwartet. In der Steuer-, Handels-, Deregulierungs- und Zuwanderungspolitik hat Präsident Donald Trump bereits 2025 wesentliche Punkte seiner Agenda in Angriff genommen und umgesetzt. Dieser Kurs wird 2026 fortgesetzt. Von daher halten wir von dieser Seite zusätzliche Impulse auf die Konjunktur für wenig wahrscheinlich.

Gleichwohl dürfte die Trump-Administration versuchen, den Umbau der Wirtschaft voranzutreiben und ihren Einfluss in wichtigen Bereichen des politischen und wirtschaftlichen Lebens zu stärken. Das gilt auch für die Geldpolitik. Zudem ist davon auszugehen, dass trotz bestehender Absprachen jederzeit neue Zölle drohen, wenn US-Interessen durchgesetzt werden sollen. Zeitweise ist daher wohl mit erhöhter wirtschaftspolitischer Unsicherheit zu rechnen. Das gilt nicht nur für die Beziehungen zu China. Alles in allem erwarten wir für 2026 einen BIP-Zuwachs, der mit 2,3 % gut einen Viertelprozentpunkt über der Potenzialrate liegen wird.

Lebenshaltungskosten bleiben hoch

Preise steigen, Zuspruch für Trump sinkt

Unsere Inflationsprognose von 2,9 % für 2026 spiegelt die Einschätzung wider, dass ein Großteil der bei Unternehmen anfallenden Zollkosten erst noch an private Verbraucher weitergegeben wird. Für die kommenden Monate erwarten wir deshalb Inflationsraten um 3,0 % und leicht darüber. Ein nahezu preiszielkonformes Umfeld bei 2,0 % dürfte erst Ende 2026 wieder erreicht werden.

Trumps Zustimmungswerte tief, eine lahme Ente wird er aber kaum werden

Steigende Preise, Kaufkraftverluste und die schlechtere Arbeitsmarktlage werden wohl weiterhin dazu beitragen, dass Trumps Zustimmungswerte in der Bevölkerung tief bleiben. Blicke das so, besteht für die Demokraten eine Chance, bei den Zwischenwahlen (03.11.2026) in einem oder beiden Häusern des Kongresses die Mehrheit zu gewinnen. Sie könnten dann Initiativen in Trumps restlicher Amtszeit lahmlegen, vor allem solche, die den Staatshaushalt betreffen. Nicht überall wird der Kongress aber benötigt, weshalb Trump andere Belange unbeirrt durchboxen kann. Das Rennen bei den Zwischenwahlen sehen wir zudem als offen an.

Schuldentragfähigkeit bleibt Dauerbrenner

Trotz relativ hoher BIP-Anstiege werden die USA wohl nicht aus ihrer hohen Staatsverschuldung herauswachsen. Deren Tragfähigkeit bleibt somit ein zentrales Thema, zumal der laufende Haushalt auf wackeligen Füßen steht. Es drohen Zwist über kurzzeitige Brückenfinanzierungen und auch ein neuer Shutdown. Steigt die Neuverschuldung im bisherigen Tempo an, steht ab Mitte 2026 wohl neuer Streit über eine Aussetzung oder Erhöhung der Schuldenobergrenze an.

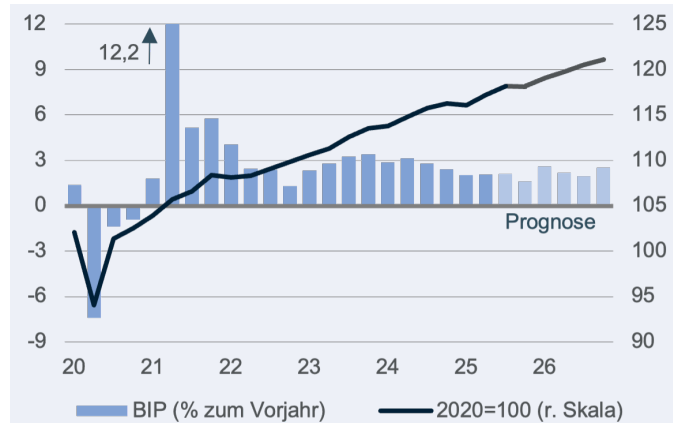
Prognosen für die USA

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	2,9	2,8	2,0	2,3	2,2
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	4,1	3,0	2,8	2,9	2,4
Arbeitslosenquote (%), Jahresende)	3,8	4,1	4,5	4,2	3,9

Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P/27P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

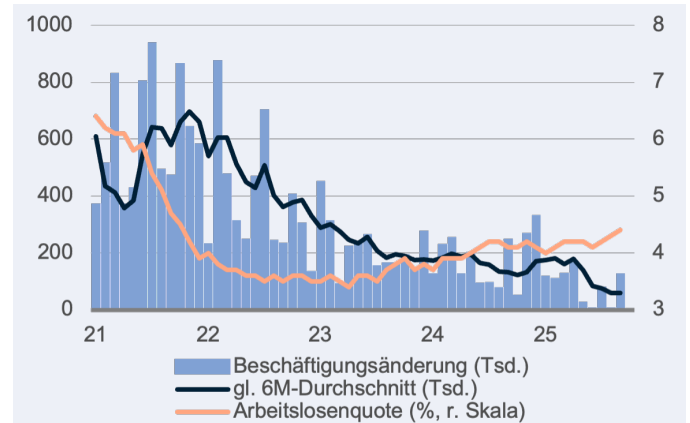
US-Wirtschaft läuft nahezu durch

BIP (USA, real)



Arbeitsmarkt zeigt Schwäche-Symptome

Arbeitsmarkt (USA)



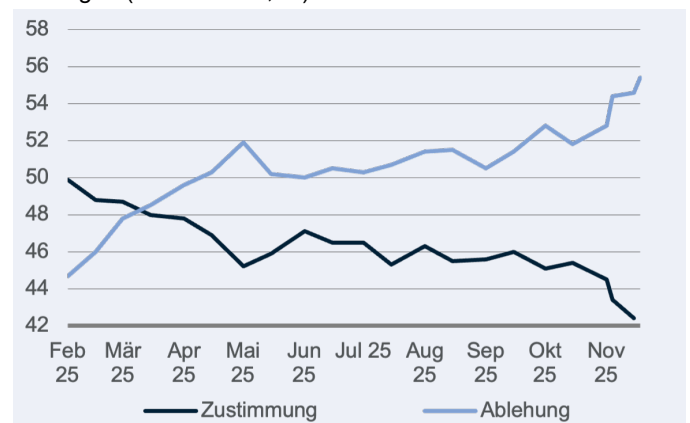
Wachsender Job-Pessimismus

Konsumentenbefragung (Conference Board, % der Befragten)



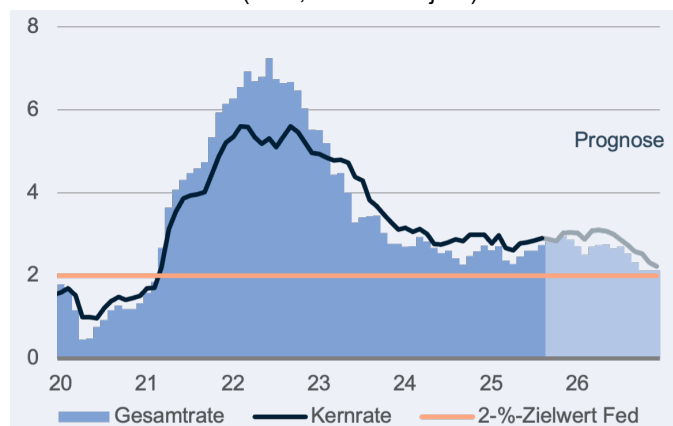
Macht Trump einen guten Job?

Umfragen (Durchschnitt, %)



Inflationsziel bleibt verfehlt

PCE-Konsumdeflator (USA, % zum Vorjahr)



Haushaltslage enorm angespannt

Verschuldung und Zinslast (USA, Zentralstaat)



China: Abschwächung voraus

Nils Sonnenberg

+49 211 4952-616

nils.sonnenberg@hal-privatbank.com

Geopolitischer Konflikt ist gekommen, um zu bleiben

Die handelspolitischen Rahmenbedingungen für Chinas exportorientierte Wirtschaft auf dem gewichtigen US-Markt haben sich 2025 grundlegend geändert. Zu Jahresbeginn lag der Einfuhrzoll für chinesische Waren noch bei knapp unter 20 %. Zwischenzeitlich stieg er auf über 100 %. Das kam nahezu einem Handelsembargo gleich. Aktuell liegt der Zollsatz mit 47,5 % noch immer deutlich über dem Vorjahresniveau. Infolgedessen sind die Exporte in die USA in diesem Jahr stark eingebrochen. Im Oktober lagen sie 25 % unter ihrem Vorjahresniveau. Wir erwarten, dass sich im kommenden Jahr weitere Mengenreduktionen zeigen werden.

Hinter dem handelspolitischen Streit sowie dem Kampf um die KI-Technologieführerschaft steht ein geopolitischer Konflikt zwischen China und den USA. Wir rechnen damit, dass sich der Streit periodisch immer mal wieder hochschaukelt. China wird dann seine Trumpfkarte nutzen: die Quasi-Monopolstellung bei der Produktion und Verarbeitung Seltener Erden. Da diese am Anfang vieler Produktionsprozesse stehen, kann China hier weltweit enormen Druck ausüben.

Chinas Exportboom kommt bald an Grenzen

Chinas Wirtschaft ist aber auch verletzlich. Wegen hoher industrieller Überkapazitäten ist sie vom freien Zugang zu ausländischen Märkten abhängiger denn je. Trotz der US-Zollbelastung konnte China seine Exporte durch neue Märkte bislang noch steigern. Da die Importe geringer stiegen, weitete sich der Außenhandelsüberschuss auf ein Rekordniveau von fast 100 Mrd. US-\$ aus. Er steuerte in den ersten drei Quartalen 2,1, 1,7 und 1,5 Prozentpunkte zur BIP-Expansion bei. Wir rechnen damit, dass das Expansionstempo der Exporte 2026 weiter abnehmen wird, wodurch der Impuls vom Außenbeitrag auf das BIP abnimmt.

Strukturelle Probleme belasten die Binnenwirtschaft

Der neue 5-Jahresplan des Politbüros liegt erst im März 2026 vor. In diesem dürfte sich der Versuch, die wirtschaftliche Abhängigkeit vom Exportsektor zu senken, fortsetzen. Zum Ausgleich benötigt China deshalb eine dynamischere Entwicklung der Binnenwirtschaft. Nach enormen Investitionszyklen im Bau- und Immobiliensektor sowie im Verarbeitenden Gewerbe dürfte der Weg zu einer weiteren Investitionsoffensive aufgrund hoher Überkapazitäten aber versperrt sein. Der Fokus des Politbüros dürfte deshalb weiterhin auf der Stärkung des Inlandskonsums liegen. Die Haushalte sind mit 60 % des nominalen BIP geringer verschuldet als die Unternehmen (142 %) und der Staat (90 %). Zu erreichen, dass diese weniger sparen und ihre Kreditnachfrage steigern, wird ihnen aus unserer Sicht aber eher schwerfallen: Konsumenten sind seit der Corona-Pandemie stark verunsichert. Auch lasten fallende Immobilienpreise auf der Stimmung. Hinzu kommt, dass die Bevölkerungszahl seit 2021 rückläufig ist. Haushaltspolitisch dürften Grenzen bestehen, ist das 2025er-Defizit mit voraussichtlich 8,6 % schon recht hoch. Die Geldpolitik kann Strukturprobleme ohnehin nicht verringern.

5,0-%-Wachstumsziel nicht zu halten

Für 2026 rechnen wir deshalb mit einer Abschwächung des BIP-Expansionstempos auf 4,5 %. Wir erwarten, dass das Politbüro im März 2026 die Chance nutzt, um das Wachstumsziel von 5,0 % auf rund 4,5 % zu senken. Das kann mit der schwierigen internationalen Lage begründet werden. Auch dem Versprechen des Staatspräsidenten Xi Jings, für den Zeitraum 2020-30 eine Verdopplung des BIP zu erreichen, steht das nicht entgegen. Wir begrüßen eine solche Entwicklung, da wir schon länger der Ansicht sind, dass die ausgewiesenen BIP-Zuwächse von den monatlichen Indikatoren nicht getragen werden.

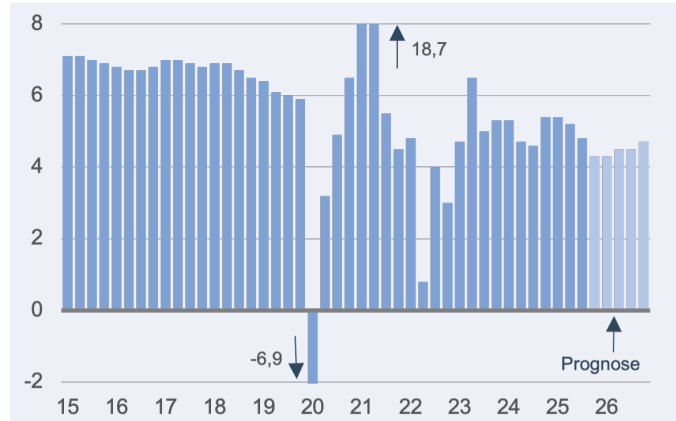
Prognosen für China

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	5,4	5,0	4,9	4,5	4,3
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	0,2	0,2	0,1	1,0	0,8
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2

Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P/27P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

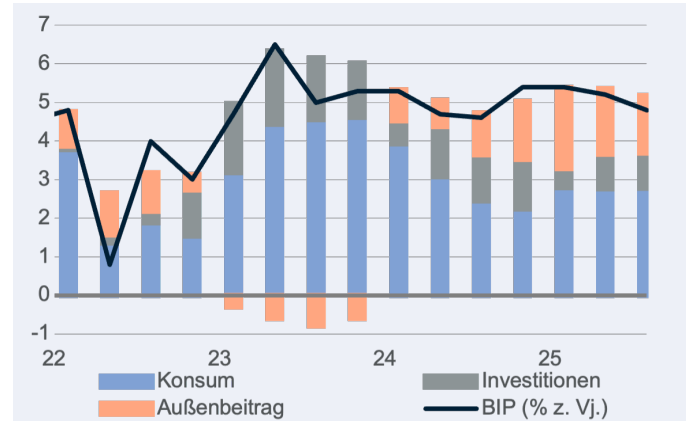
Wirtschaft vor weiterem Tempoverlust

BIP (CHN, real, % zum Vorjahr)



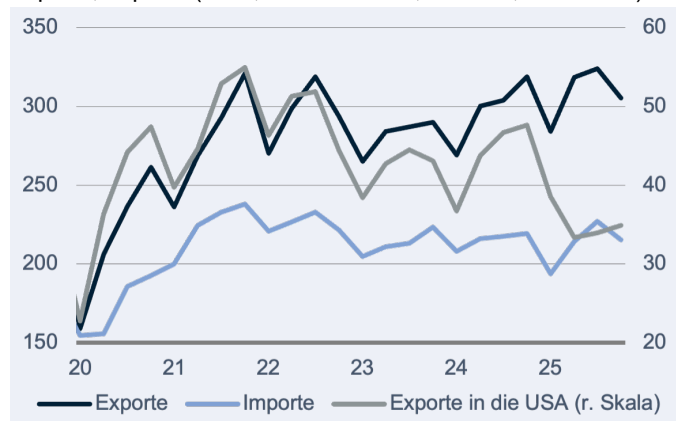
Außenhandel hält Wachstum hoch

BIP-Verwendungskomponenten (CHN, real, % z. Vj., %-P.)



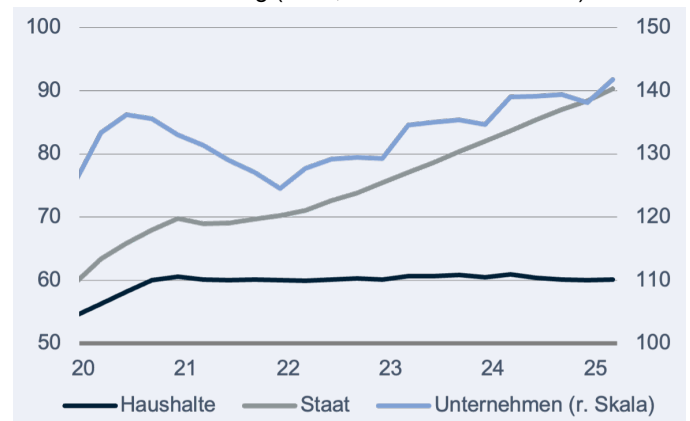
US-Absatz bricht ein

Exporte, Importe (CHN, Quartalsmittel, nominal, Mrd. US-\$)



Hohe Staatsdefizite sorgen für Fiskalimpuls

Sektorale Verschuldung (CHN, % des nominalen BIP)



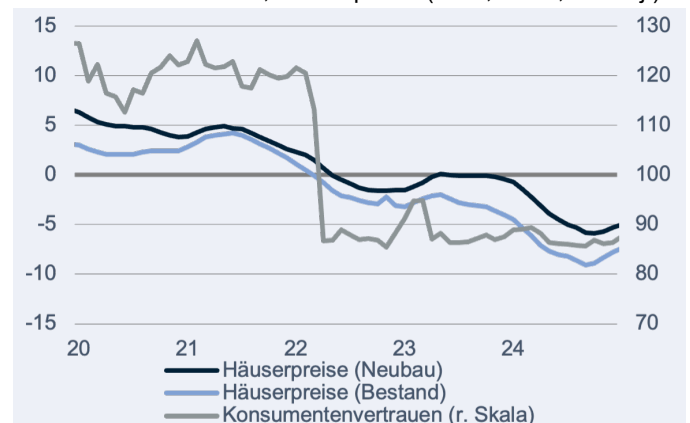
Kater im Bausektor belastet Investitionen

Investitionen (CHN, nominal, % zum Vorjahr)



Häuserpreise sinken, Konsumlaune im Keller

Konsumentenvertrauen, Häuserpreise (CHN, Index, % z. Vj.)



GBR: BIP zieht bald an

Nils Sonnenberg
+49 211 4952-616
nils.sonnenberg@hal-privatbank.com

2025 wirkt dank Sonderfaktoren schöner, als es war

Arbeitsmarkt und Konsum unter Druck

Anziehen der Konjunktur erst für das Frühjahr erwartet

Staatsfinanzen bleiben wackelig

2026: Inflation „frisst“ weniger Kaufkraft

Durch seine auf Dienstleistungen fokussierte Volkswirtschaft ist Großbritannien weniger stark von der US-Zollpolitik betroffen als andere Länder. Hilfreich ist für den Exportsektor, dass Premierminister Keir Starmer der erste Regierungschef war, der mit der US-Administration einen „Deal“ aushandelte. Auch liegt der Zollsatz mit 10 % im Vergleich zu anderen Ländern niedrig.

Die unterliegende Konjunkturdynamik zeigte sich in diesem Jahr schwächer, als es der 2025er-BIP-Zuwachs von voraussichtlich 1,4 % zeigt. Dieser wird nämlich vor allem vom starken BIP-Ergebnis des ersten Quartals getragen, als die Exporte in Antizipation der US-Zölle kräftig anstiegen. Die höheren Staatsausgaben stabilisierten den Konjunkturverlauf. Für die schwache diesjährige Konjunkturdynamik zeichnen sich aus unserer Sicht die nachstehenden Faktoren verantwortlich.

Die Realeinkommen der Haushalte kamen trotz erheblicher nominaler Steigerungen durch wieder höher ausfallende Inflationsraten unter Druck. Nach der Anhebung der Sozialversicherungsbeiträge für Arbeitgeber sank die Arbeitsnachfrage, sodass die Arbeitslosigkeit seit Jahresbeginn von 4,4 % auf zuletzt 5,0 % stieg. Beides belastet die privaten Konsumausgaben. Darüber hinaus bremste die noch restriktiv wirkende Geldpolitik die Investitionstätigkeit. Zum Jahresende droht zudem noch Ungemach, da die temporär erhöhte politische Unsicherheit durch schwindende Umfragewerte der Labour Regierung sowie Spekulationen um Steuererhöhungen bei Verbrauchern und Unternehmen zu Zurückhaltung führt.

Unseres Erachtens wird sich die Lage im kommenden Jahr ändern. Wenn sich der politische Wirbel gelegt hat, dürften Verbraucher ihre hohe Sparquote schrittweise abbauen. Auch fallen Kaufkraftverluste wohl geringer aus, wodurch private Konsumausgaben unterstützt werden. Die von uns erwartete weitere Lockerung der Geldpolitik dürfte die Investitionstätigkeit zudem anschieben. Die Arbeitslosigkeit wird somit in den Sommermonaten wohl ihren Höhepunkt erreichen. Unter dem Strich rechnen wir deshalb mit einer im Frühjahr einsetzenden Konjunkturbelebung und einem BIP-Anstieg von 1,1 % für 2026. Da diesem eine höhere Konjunkturdynamik als 2025 zugrunde liegt, ist er aus qualitativer Sicht „wertvoller“ als der sich abzeichnende BIP-Zuwachs von 1,4 % für 2025.

Trotz diverser Steuer- und Abgabenerhöhungen stieg das Staatsdefizit bisher kräftiger als im Vorjahr. Hierzu beigetragen hat auch, dass sich der Arbeitsmarkt stärker abgeschwächt hat als erwartet. Für das noch bis März andauernde Fiskaljahr rechnen wir zwar mit einem etwas günstigeren Verlauf des Defizits. Dennoch wird Finanzministerin Rachel Reeves unseres Erachtens wohl um weitere Steuererhöhungen nicht herumkommen. Diesbezüglich hat sie kaum eine Wahl, da die Fiskalziele der Regierung sonst in weite Ferne rücken und Staatsanleihen von Investoren abgestraft werden könnten. Das belastete dann auch die Konjunktur.

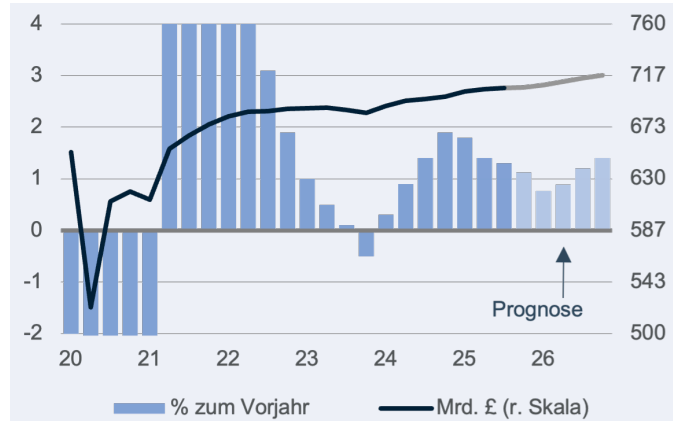
Die inflationsbedingten Kaufkraftverluste für Konsumenten fallen in diesem Jahr wieder deutlich höher als im Vorjahr aus. Die Anpassung der administrierten Versorgerpreise schob die Inflationsrate im April 2025 von 2,6 auf 3,5 %. Gepaart mit hohen Lohnabschlüssen und schwacher Produktivitätsentwicklung führte dies dazu, dass die Teuerung der Dienste mit 4,5 % bis zuletzt hoch ausfiel. Wir rechnen aber damit, dass die Inflationsrate im April 2026 ruckartig sinkt, da sich das Muster des diesjährigen Versorgerpreisanstiegs kaum wiederholen wird.

Prognosen für Großbritannien

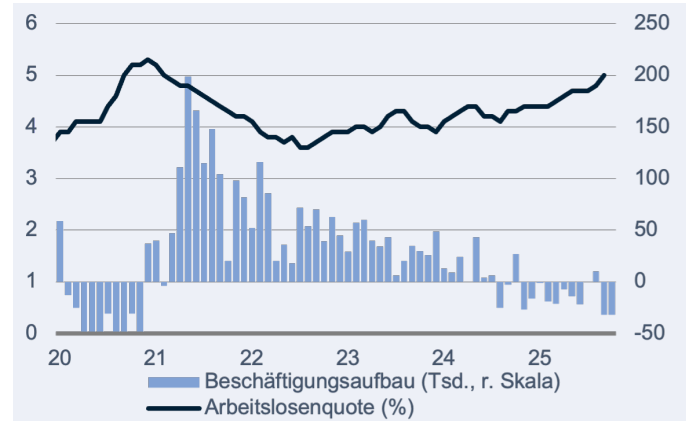
	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	0,3	1,1	1,4	1,1	1,3
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	7,3	2,5	3,4	2,5	2,2
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,9	4,4	5,1	4,9	4,7

Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P/27P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

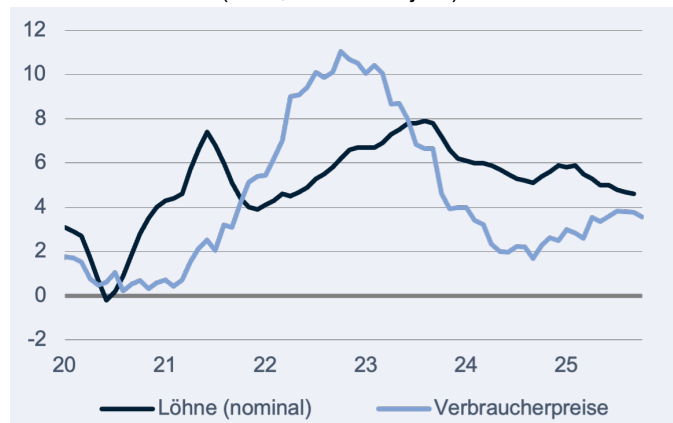
Konjunktur springt im Frühjahr wieder an BIP (GBR, real)



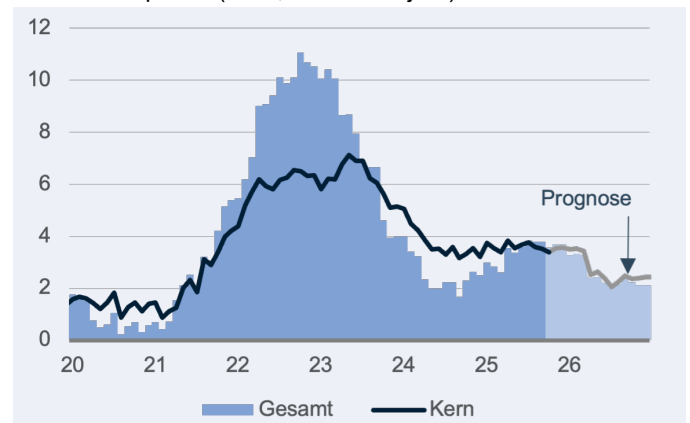
Arbeitsmarkt steht unter Druck



Inflation frisst große Teile des Lohnanstiegs

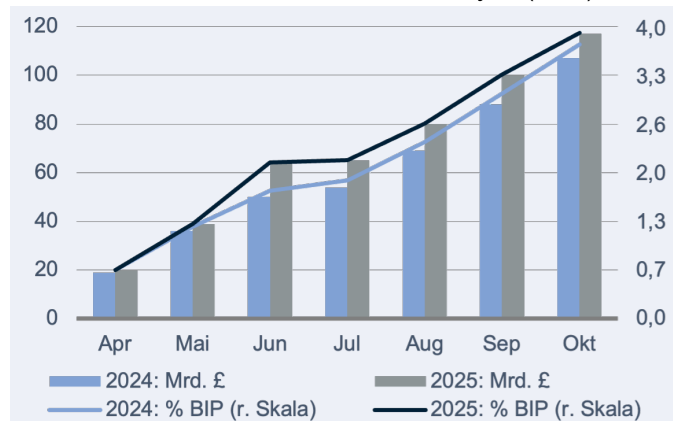


Ab April gilt: Inflationsbuckel adé



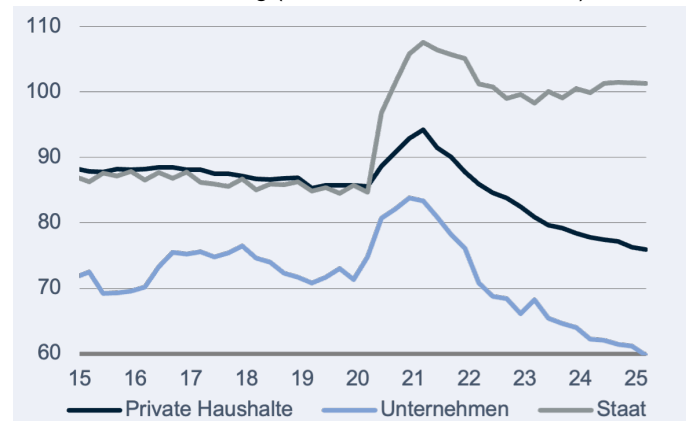
Weiter hohes Haushaltsdefizit

Kumuliertes staatliches Defizit für das Fiskaljahr (GBR)



Staatsschulden über 100%

Sektorale Verschuldung (GBR, % des nominalen BIP)



Finanzmärkte





Geldpolitik: Alles ruhiger

Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt

+49 211 4952-187

alexander.krueger@hal-privatbank.com

Nach der Welle der vergangenen Jahre ist es an der Inflationsfront deutlich entspannter geworden. Dadurch sind führende Notenbanken in ruhigere Fahrwasser zurückgekehrt. Summa summarum notieren Leitzinsen nun mitunter deutlich niedriger als vor einem Jahr. Dabei nehmen sie zumeist neutrale Niveaus ein, von denen aus sie die Wirtschaft weder belasten noch unterstützen. Spielraum für Leitzinssenkungen besteht hier und da allerdings noch, weil Preisziele nicht in jedem Land erfüllt sind. Das betrifft etwa die USA, aber auch Großbritannien.

Hier und da werden Leitzinsen noch sinken

Wenig Bewegung voraus

Für 2026 rechnen wir damit, dass sich Leitzinsen aufgrund des zur Ruhe gekommenen Preisauftriebs weniger als 2025 bewegen werden. Dort, wo Inflationsraten noch erhöht sind, dürften sie bis zum Jahresende sinken. Da wir der Ansicht sind, dass die Inflationsentwicklung einen Boden bilden wird, dürfte ab Herbst stellenweise eine zaghafte Diskussion um Leitzinserhöhungen beginnen. Eine Umsetzung scheint aber erst für 2027 realistisch. Eine deutliche Leitzinsverschiebung nach oben halten wir jedenfalls für wenig wahrscheinlich, da die weltwirtschaftliche Entwicklung schwierig bleiben dürfte. Viele Notenbanken werden es daher kaum für sinnvoll halten, ihre Leitzinsen näher an restriktiv wirkende Bereiche zu rücken. Im Einzelnen erwarten wir:

Fed: Leitzins fällt auf 3,00 % und damit in den neutralen Bereich

- **Fed:** Die Notenbank hat angekündigt, durch die zollbedingt erhöhte Inflationsrate von rund 3,0 % „hindurchzusehen“. In ihrem dualen Mandat wird sie den Fokus daher wohl weiter auf den schwachen Arbeitsmarkt richten. Wir rechnen mit vorerst anhaltenden „kleinen“ Leitzinssenkungen, infolge derer die Zielspanne im Spätsommer auf 2,75–3,00 % fällt. Dort geht von ihr eine klar neutrale Wirkung auf die US-Wirtschaft aus. Zur Unterstützung ihrer Zinspolitik hat die Fed zuletzt angekündigt, ihre Bilanzverkürzung im Dezember einzustellen, da deren straffender Impuls den Zinssenkungskurs konterkariert. Um die Relation von Liquidität zum BIP aber stabil zu halten, dürfte die Notenbank ab dem Frühjahr 2026 netto kurzlaufende Staatstitel stärker ankaufen.

Unabhängigkeit der Fed dürfte weiteren Schaden nehmen

- Ob der Leitzins letztlich tiefer sinkt als von uns erwartet, hängt aus unserer Sicht vor allem von der politischen Beeinflussung durch US-Präsident Donald Trump ab. Für eine vollständige Politisierung dürfte es 2026 aber kaum reichen, da Trump weite Teile der FOMC-Mitglieder kaum auf seine Seite ziehen dürfte. Eine an Intensität zunehmende Einmischung in geldpolitische Obliegenheiten steht unseres Erachtens aber allemal auf der Agenda. Sie ist ein Spiel mit dem Feuer, da sie Inflationserwartungen erhöht, das Vertrauen von Investoren untergräbt und Risikoaufschläge für US-Staatsanleihen grundsätzlich steigert.

EZB: 2,00 %!

- **EZB:** Den Einlagesatz erwarten wir für längere Zeit bei 2,00 %. Wir folgern dies aus unserem Inflationsbild, das für 2026 ein preisstabiles Umfeld enthält. Da wir die Inflationsrisiken als ausgeglichen bewerten und die Konjunkturperspektiven trotz staatlicher Impulse nur verhalten sind, erscheint die aktuell neutrale Leitzinspositionierung unseres Erachtens sinnvoll. Auch, weil wir die Inflationsprojektion der EZB von 1,7 % für 2026 für zu niedrig halten, sehen wir für eine Zinssenkung große Hürden. Mit ihr setzte sich die Notenbank wohl auch dem Verdacht aus, den Staatsfinanzen einzelner EWU-Länder proaktiv zu helfen.

Bank of England: Pipeline mit Zinssenkungen gefüllt

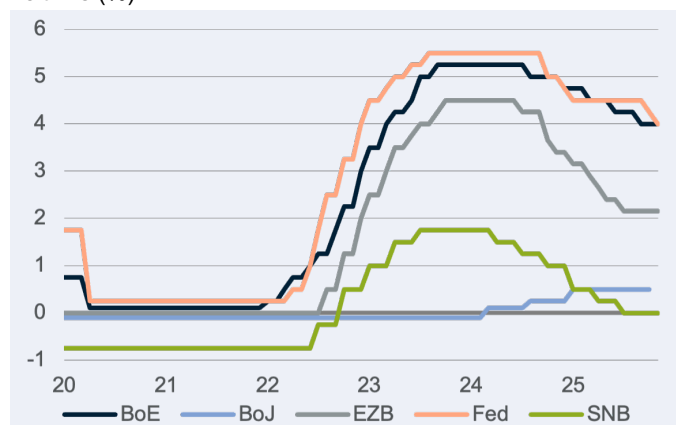
- **Bank of England:** Wir erwarten, dass die Notenbank auf die hohe Inflationsrate nicht reagieren und den Leitzins weiter senken wird. Immerhin besteht die Perspektive, dass die Inflationsrate ab dem Frühjahr 2026 näher an das 2,0-%-Preisziel rücken wird. Angesichts der von uns erwarteten durchwachsenen Konjunkturentwicklung in Großbritannien wird die Bank of England ohnehin wohl auch eine neutralere Ausrichtung ihrer Leitzinspolitik für angemessen halten. Wir rechnen damit, dass der Leitzins 2026 auf 3,00 % sinken wird.

SNB: 0,00 %!

- **SNB:** Der Leitzins dürfte für längere Zeit bei 0,00 % verharren. Die SNB kann sich diese Haltung leisten, da sich ein Konflikt mit ihrem Preisziel (0,0–2,0 %) aus unserer Sicht für längere Zeit nicht abzeichnet. Eine Zinssenkung in negatives Terrain sehen wir jedoch für wahrscheinlich an, sollte es zu einer ernststen Konjunkturkrise kommen. Auch bei deflationären Tendenzen infolge einer weiteren Franken-Festigung wird die SNB wohl zu dieser Maßnahme greifen.

Hier und da geht noch was

Leitzins (%)



Quelle: LSEG Datastream

Höhere Bilanzsummen verbleiben

Notenbank-Bilanzsumme (Bio. US-\$ bzw. €)



Quelle: LSEG Datastream

Der nächste Zinsschritt in Japan geht aufwärts

- **Bank of Japan:** Die Notenbank sorgt sich um die erhöhte Inflationsrate bislang nicht. Auch wegen der unter US-Zöllen leidenden japanischen Exporte dürfte sie eine Leitzinserhöhung nur vorsichtig signalisieren. Hierbei wird sie wohl von der neuen Premierministerin Sanae Takaichi unterstützt, die für eine von einem tiefen Leitzins flankierte expansive Fiskalpolitik eintritt. Für Anfang 2026 haben wir daher eine nur kleine Zinserhöhung um zehn Basispunkte auf 0,60 % im Blick. Danach dürfte die Bank of Japan mindestens ein halbes Jahr stillhalten.

China: Leitzinsen mit Luft nach unten

- **PBoC:** Strukturprobleme in der chinesischen Wirtschaft werden die Geldpolitik wohl auch künftig auf den Plan rufen. Der 7-tägige Reverse-Repo-Satz dürfte als zentraler Leitzins daher noch Luft nach unten haben. Da dieser mit 1,40 % aber schon recht niedrig ist, werden Zinssenkungen mit 10 Basispunkten wohl eher klein ausfallen. Für Ende 2026 erwarten wir den Leitzins bei 1,20 %. Klar bleibt, dass die Geldpolitik gegen Strukturprobleme nichts ausrichten kann.

Notenbanken wird es einfacher fallen, Leitzinsen zu senken, statt zu erhöhen

Wenn es anders kommt

Wegen der von der allgemein hohen globalen (Staats-)Verschuldung ausgehenden Risiken (vgl. S. 3 f.) sehen wir die Gefahr, dass das Inflationsmandat der Geldpolitik von der fiskalpolitischen Dominanz immer stärker in den Schatten gestellt wird. In diesem Fall hätten Leitzinsen ihren Boden vielfach nicht gefunden. Für uns bedeutete eine derartige Entwicklung auch, dass Notenbanken auf unerwünschte (strukturelle) Preistreiber kaum reagieren werden.

Leitzinsprognosen (%)	25.11.2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Federal Reserve (US-Notenbank)	4,25	3,50	3,25	3,00	3,00
Europäische Zentralbank	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Bank of England	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00
Schweizerische Nationalbank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bank of Japan	0,50	0,60	0,60	0,70	0,70

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende



Staatsanleihen: Belastet

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@hal-privatbank.com

**EZB hält zinspolitisch still,
Fed senkt noch**

**Bilanzpolitik der EZB und Fed belasten
das lange Ende der Renditestrukturkurve**

Emissionsflut rollt an

Niederländische Pensionskassen verabschieden sich aus Langläufern

**Asymmetrische Verteilung bei
Chancen und Risiken**

Für 2026 ist unser Blick auf die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen der USA und des Euroraums weiterhin aufwärtsgerichtet. Wir erwarten die Rendite von US-Treasuries und diejenige deutscher Bundesanleihen in einer Spanne von 3,70–4,90 bzw. 2,30–3,20 %. Beide dürften sich in der zweiten Jahreshälfte eher im oberen Bereich befinden. Die Renditestrukturkurven werden dadurch wohl steiler ausfallen. Unseres Erachtens spricht hierfür Folgendes:

- **Geldpolitik:** Die EZB dürfte den Einlagensatz 2026 bei 2,00 % belassen. Renditen am kurzen Ende der €-Kurve bleiben damit fest verankert. Bei der Fed dürfte der Zinsanker erst im Spätsommer 2026 auf 3,00 % fallen. Die Sorge besteht, dass der Leitzins wegen des zunehmenden Politikeinflusses tiefer sinkt, als es Konjunktur- und Inflationsüberlegungen nahelegen. Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed ließen Inflationserwartungen wohl steigen und trügen zu höheren Risikoprämien und steileren Renditekurven bei.
- **Notenbankbilanzen:** Das weitere Abschmelzen des EZB-Wertpapierportfolios trägt unseres Erachtens auch zur Kurvenversteilung bei, da sich die noch nach unten verzerrten Risikoprämien 10-jähriger Renditen dadurch langsam normalisieren. Die Fed hat die Bilanzschrumpfung zwar beendet. Aus den von ihr geplanten Strukturanpassungen wird das lange Ende jedoch belastet. Fällige MBS-Papiere werden durch US-Schatzwechsel ersetzt und der hohe Anteil langlaufender US-Treasuries reduziert. Ab dem Frühjahr 2026 dürfte die Fed aus Liquiditätspolitischen Gründen zusätzlich mehr kürzerlaufende Staatstitel kaufen, um die Überschussreserven in Relation zum wachsenden BIP stabil zu halten. Damit wird die Bilanzsumme wohl wieder größer.
- **Verschuldung:** Staatsanleihemärkte werden 2026 eine größere Flut neuer Anleihen zu verdauen haben. Diese resultiert aus der Refinanzierung anstehender Fälligkeiten und der weiter steigenden Staatsverschuldung. Die Nachfrage dürfte mit dem erhöhten Angebot nur schwer schritthalten, auch, weil führende Notenbanken nicht mehr im großen Umfang als Käufer auftreten.
- **Niederländische Rentenreform:** Ab 2026 sind Durationsverkäufe niederländischer Pensionskassen zu erwarten, die zu steileren Renditestrukturkurven zwischen 10 und 30 Jahren führen dürften. Dies wird wohl auf Bundesanleihen und andere europäische Staatsanleihen ausstrahlen. Renditen italienischer und französischer Staatsanleihen sind 2025 aufeinander zugelaufen. Italien verzeichnet wieder Primärüberschüsse, Frankreich weiter hohe Defizite. Die Zeichen stehen damit auf eine weitere relative Verbesserung Italiens.

Mehr Risiken als Chancen

Unter diesen Bedingungen ist für uns ein nachhaltiger Rückgang der Renditen langlaufender Staatsanleihen ohne neue Impulse schwierig. Am ehesten könnten diese noch aus einer höheren globalen Risikoeinschätzung oder einer pessimistischeren Einschätzung zu Wirtschaft und Geldpolitik in den USA resultieren. Für Bundesanleihen sehen wir dagegen Aufwärtsrisiken, sollten die durch das deutsche Fiskalpaket gesetzten Wachstumshoffnungen enttäuscht werden. Die Frage der Schuldentragfähigkeit würde damit wieder stärker in den Vordergrund rücken.

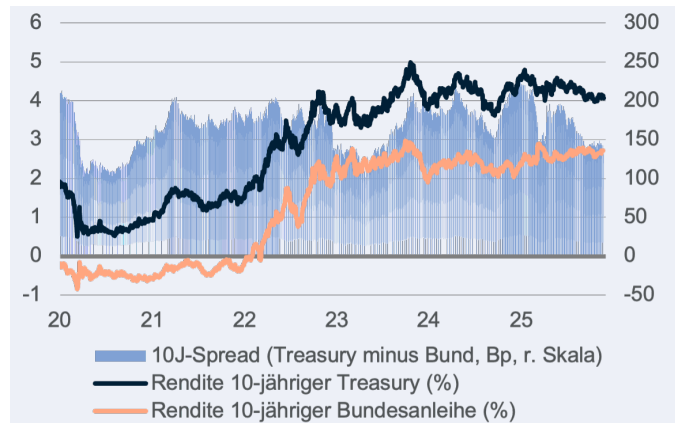
Renditeprognosen (%)	25.11.2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
10-jährige Treasury (%)	3,99	4,20	4,40	4,50	4,60
10-jährige Bundesanleihen (%)	2,67	2,80	2,90	2,90	3,00
Treasury-Bund-Spread (Basispunkte)	131	140	150	160	160

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende



Spread läuft nicht weiter ein

Staatsanleihen



Quelle: LSEG Datastream

Steilere Kurven kommen und bleiben

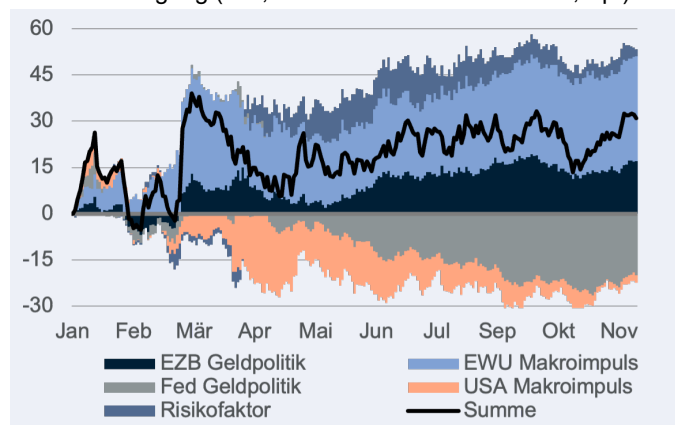
Renditestrukturkurve (10J-2J, Basispunkte)



Quelle: LSEG Datastream

Auftriebskräfte überwiegen

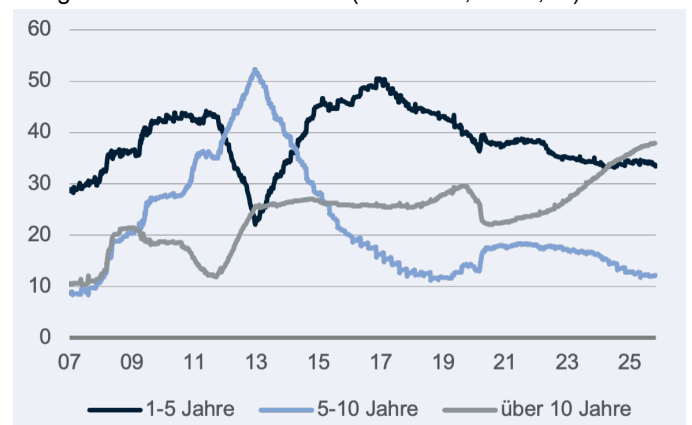
Rendite-Zerlegung (10J, kumul. Änd. seit 01.01.2025, Bp.)



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

Fed mag Langläufer nicht mehr

Fälligkeitsstruktur Fed-Portfolio (Staatstitel, Anteil, %)



Quelle: LSEG Datastream

Lange Laufzeiten haben ihren Preis

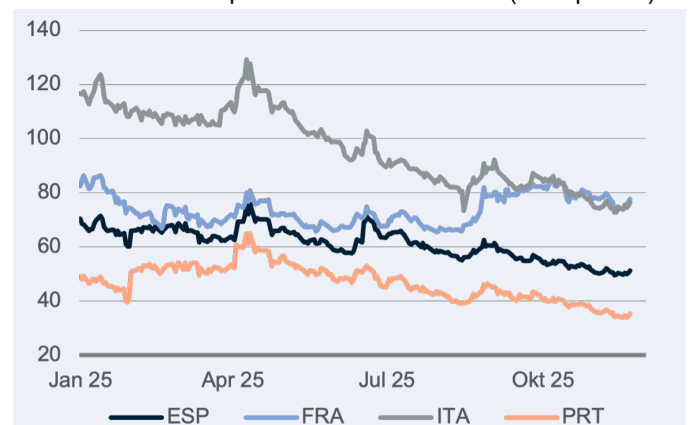
Zerlegung 10J-Treasury-Rendite (Monatsmittelwert, %)



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

Sorgenkind Frankreich, Italien glänzt

10J-Staatsanleihe-Spread zu Bundesanleihen (Basispunkte)



Quelle: LSEG Datastream



US-Exzeptionalismus bleibt

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Nils Sonnenberg

+49 211 4952-616

nils.sonnenberg@hal-privatbank.com

Hohe Diskrepanzen bei der Investitionstätigkeit

Bei aller Konzentration auf die Aussichten für die kommenden Monate behalten wir auch die lange Sicht im Blick. Die Einordnung der künftigen Chancen und Risiken für das Wirtschaftswachstum in einzelnen Regionen ist wichtig, um abzuschätzen, wohin die Reise bei Leitzinsen, Staatsanleihen, Aktien und Wechselkursen gehen wird. Wir leiten daraus auch Überlegungen zur langfristigen Schuldentragfähigkeit und der relativen Attraktivität von Finanzanlagen ab. Ein wichtiger Aspekt sind für uns in diesem Zusammenhang die Investitionstrends, besonders im Bereich der Unternehmen und bei neuen Technologien. Sie bilden eine zentrale Stütze für das künftige BIP-Wachstum sowie der Einkommens- und Konsumdynamik.

Ein Blick auf die Investitionsdynamik der vergangenen Jahre zeigt markante Unterschiede zwischen den USA und Deutschland. Am auffälligsten ist das bei den Investitionen der Unternehmen in sonstige Anlagen. Diese umfassen unter anderem Ausgaben in geistiges Eigentum wie Software, künstliche Intelligenz sowie Forschung und Entwicklung und Urheberrechte. Das sind genau die Bereiche, in die hohe Erwartungen bezüglich künftiger Produktivitätsgewinne gesetzt werden.

Investitionsbild für Deutschland

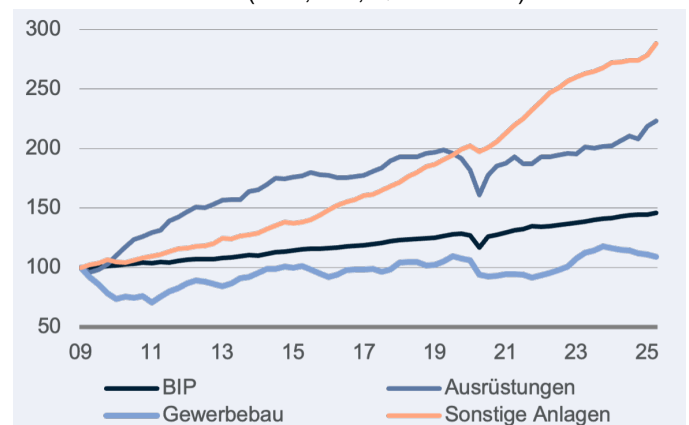
BIP und Investitionen (DEU, real, Q1 2009=100)



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

Hohe Investitionsdynamik in den USA

BIP und Investitionen (USA, real, Q1 2009=100)



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

Deutschland investiert mehr in Zukunftstechnologien, ...

Mit der zunehmenden Digitalisierung der Wirtschaft haben die Investitionen in sonstige Anlagen im Vergleich zu denen in Ausrüstungen und in Gewerbebauten in den vergangenen Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen. Hierzulande sind die realen Ausgaben in diesem Bereich seit dem zyklischen Hoch von Ende 2019 (Vor-Pandemie-Zeit) um rund 14 % gestiegen. Ihr Anteil an den gesamten Unternehmensinvestitionen hat sich damit von gut 16 % Anfang der 1990er Jahre auf mittlerweile knapp 31 % erhöht. Das ist durchaus eine positive Entwicklung, die aus unserer Sicht jedoch noch deutlich mehr ausgebaut werden muss.

... in den USA ist die Investitionstätigkeit in diesem Bereich viel dynamischer

In den USA wird schon seit Jahren erheblich dynamischer in Zukunftstechnologien investiert. Dort steht seit Ende 2019 ein Zuwachs von 45 % zu Buche. Der Anteil sonstiger Anlagen an den gesamten Unternehmensinvestitionen liegt mittlerweile bei über 43 %! Für 2025 zeichnet sich schon allein wegen der hohen Investitionstätigkeit der sogenannten Mag7-Unternehmen ein weiterer kräftiger Zuwachs ab. Ein Investitionsschwerpunkt liegt hier auf KI, Cloud Computing und neuen Technologien. Sicherlich wird sich nicht jeder Investitionstraum erfüllen. Die Aussicht auf eine künftig wachstumsstarke US-Wirtschaft ist unseres Erachtens aber gut.

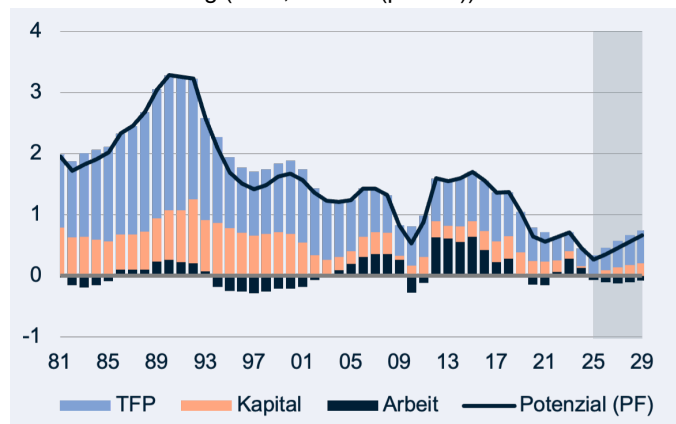


Potenzialschätzungen bieten mehr Potenzial für die USA

USA halten 2,0%-Wachstumspfad

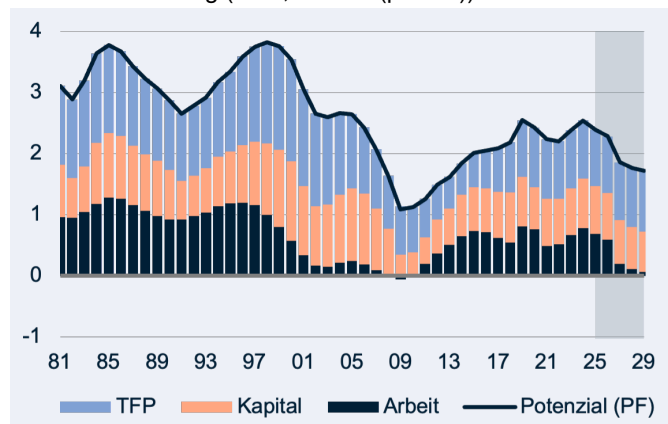
Das zeigt sich auch in unseren Potenzialschätzungen, in denen wir die Beiträge der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital sowie der Produktivität (Totale Faktorproduktivität) genauer unter die Lupe nehmen. Diese drei Faktoren bzw. deren Zusammenspiel sind entscheidend für die potenziell erreichbare Produktionsleistung bei Normalauslastung der Faktoren. In Deutschland befindet sich das Potenzialwachstum seit 2018 im Sinkflug. Die Aussicht auf eine nachhaltige Verbesserung ist bescheiden. Zwar ergeben sich aus dem Fiskalimpuls höhere Expansionsraten des BIP, doch diese leiten sich lediglich aus einem steigenden Auslastungsgrad ab. Im Gegensatz zur EU-Kommission rechnen wir für Deutschland mit einem etwas schwächeren Wachstumstrend von etwa 0,5 % (Potenzialrate). Im Euro-raum insgesamt dürfte die Rate mit 1,0 % etwas höher liegen. Für die USA sind wir mit 2,0 % optimistischer als die EU-Kommission. Gestützt wird das durch kräftige Investitionen in neue Technologien und ein innovationsfreundliches Umfeld.

Deutsches Wachstumspotenzial unter 1,0 % Potenzialschätzung (DEU, Prozent(punkte))



Quelle: Europäische Kommission (ab 2025 Prognosen)

Wachstumspotenzial der USA bei rund 2,0 % Potenzialschätzung (USA, Prozent(punkte))



Quelle: Europäische Kommission (ab 2025 Prognosen)

In Deutschland wirkt sich die Demografie schon negativ aus

Für Deutschland macht sich nachteilig bemerkbar, dass der Beitrag des Produktionsfaktors Arbeit aufgrund der demografischen Entwicklung Schritt für Schritt abnimmt und Wachstumspunkte kostet. Abfedern können diese Entwicklung nur Investitionen in den öffentlichen sowie privaten Kapitalstock und eine steigende Produktivität. Wir sind allerdings skeptisch, dass diese Investitionen in den kommenden Jahren gelingen werden.

Staatsausgaben auf investive Zwecke konzentrieren

Grundsätzlich positiv auf das Produktionspotenzial kann hier die geplante massive Ausweitung der Staatsausgaben im Zuge des Fiskalpakets wirken. Dafür müssen die Ausgaben aber überwiegend investiver Art sein und sollten möglichst noch zusätzlich private Investitionen anregen. Bei einer konsumtiven Verwendung der neuen Schulden mündet der Fiskalimpuls in den Jahren 2026 und 2027 lediglich in ein vorübergehendes Konjunkturströbfeuer, befördert die Wirtschaftsleistung aber nicht auf einen langfristig höheren Wachstumspfad.

Potenzialeffekte wirken langsam

Aus Ausgaben für Bildung, Infrastruktur, Gesundheitsversorgung, Verteidigung oder Forschung und Entwicklung lassen sich positive Einflüsse auf das langfristige Wachstum ableiten. Solche Potenzialeffekte kommen jedoch erst nach und nach zum Tragen. Sie sind in ihrem Ausmaß höchst ungewiss.

Strukturreformen dringender denn je

Würden die Investitionen von Strukturreformen und Deregulierungen flankiert, stiege der Effekt an. Seit Jahren besteht dringender Handlungsbedarf, die Standortqualität in Deutschland zu fördern. Die Erkenntnis scheint aber noch nicht zur Genüge gereift, sodass es an einem deutlichen Umsetzungswillen mangelt. So ist



Die USA bekommen ebenfalls ein Demografie-Problem

auch der von Bundeskanzler Friedrich Merz ausgerufene „Herbst der Reformen“ ausgeblieben. Eine vertane Chance, die auch uns sehr enttäuscht.

In den USA ist die demografische Entwicklung noch günstiger. Der Beitrag des Produktionsfaktors Arbeit zum Wachstumspotenzial dürfte nach Schätzungen des Congressional Budget Office aber ab Anfang der 2030er Jahre auch dort geringer ausfallen.¹ Negativ bemerkbar machen sich hier die in Rente gehenden Baby-Boomer sowie eine niedrigere Nettozuwanderung. Letztere droht sich wegen der derzeit restriktiven Zuwanderungspolitik der US-Regierung und der schärferen Visa-Regeln für Fachkräfte allerdings ungünstiger zu entwickeln. In der Potenzial-schätzung würde es sich noch deutlicher negativ bemerkbar machen, wenn qualifizierte Arbeitskräfte den USA in den nächsten Jahren im großen Stil fern blieben oder gar abgeschoben würden.

Zölle wirken eher produktivitätssenkend

Auch von der US-Zollpolitik können produktivitätssenkende Auswirkungen ausgehen. Das ist beispielsweise der Fall, wenn die inländische Produktion und Arbeitskräfte auf weniger produktive Güter verlagert werden, die zuvor importiert wurden. Vorübergehend dürfte auch die von der US-Politik ausgelöste Unsicherheit die Investitionstätigkeit vor allem von kleineren Unternehmen bremsen.

Erinnerungen an die 1990er Jahre

Die Art und Weise aber, wie US-Unternehmen derzeit im Aggregat investieren, zeigt, dass sie mit ihren Investitionen im Bereich neuer Technologien die Basis für eine nachhaltigere Produktivitätssteigerung schaffen. Eine ähnliche Entwicklung war bei den Technologie- und Softwareausgaben in den 1990er Jahren zu beobachten. Im darauffolgenden Zyklus kam es tatsächlich zu einem robusten und rascheren Produktivitätswachstum, da Unternehmen immer geschickter darin wurden, Arbeit und Technologiekapital zu kombinieren. Sollte Trumps Plan aufgehen, dass auch ausländische Firmen verstärkt in USA investieren, dürfte der Kapitalstock und letztlich die Produktivität in den USA deutlich schneller wachsen als in Deutschland und Europa.

USA als Investitionsstandort attraktiv

USA bleiben wachstumsstark ...

Diese „Investitionsstory“ hat vielfältige Auswirkungen auf die amerikanische und deutsche beziehungsweise europäische Wirtschaft sowie die Finanzmärkte. Sie stützt unsere Einschätzung, dass die USA eine wachstumsstarke Nation bleiben werden, die sich auch künftig auf einem deutlich höheren Wachstumspfad bewegen wird als Deutschland und der Euroraum.

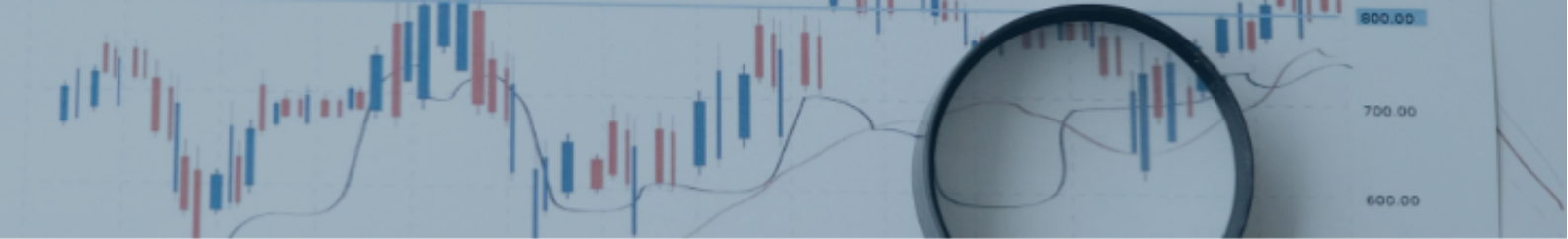
... und können sich höhere Schulden leisten

Aufgrund ihrer anhaltend kräftigen Wirtschaftskraft dürfte auch die Schuldentragfähigkeit der USA höher bleiben als in vielen anderen Industrienationen. Wobei der hohe Schuldenstand, die weiter hohen Defizite und die zunehmende Zinsbelastung nicht stabilitätsfördernd sind. Entscheidend ist für uns aber letztlich die relative Betrachtungsweise zwischen den beiden Wirtschaftsräumen.

USD-Abgesang verfrüht

In dieser Hinsicht unterstützt die wirtschaftliche Stärke der USA unsere Sichtweise, dass USD auch künftig die Rolle als führende Leit- und Anlagewährung mit großem Abstand zu anderen Währungen ausfüllen wird. Als zweitwichtigste Währung fehlt dem Euro vor allem eine einheitlichere Wirtschafts- und Fiskalpolitik, um seine Position weiter zu stärken. China strebt zwar eine stärkere Internationalisierung des Renminbi an, eine wirkliche Alternative ist das aber noch lange nicht. Trotz der aktuellen Politik der US-Regierung steht unserer Ansicht nach das oft diskutierte Ende des US-Exzeptionalismus nicht bevor. Die USA bleiben für uns auf lange Sicht ein attraktiver Investitionsstandort, für realwirtschaftliche Investitionen wie auch für Finanzanlagen. USD schreiben wir daher nicht ab.

¹ Vgl. Congressional Budget Office „An Update to the Demographic Outlook, 2025 to 2055“ vom 10.09.2025.



Währungen: Uneinheitlich

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@hal-privatbank.com

EUR–USD um 1,15

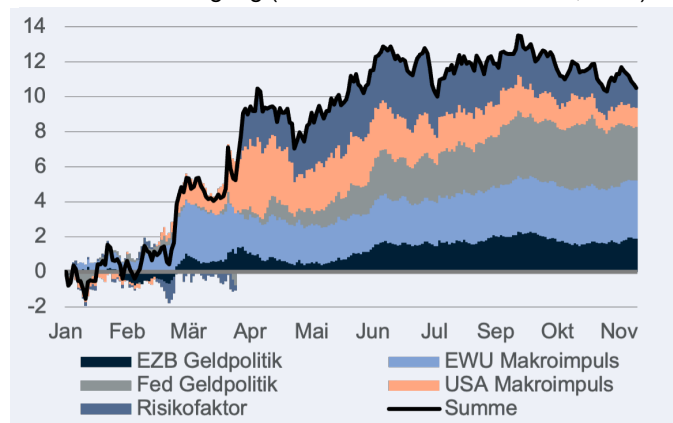
Für 2025 lassen sich zwei wesentliche Impulse für den kräftigen Kursanstieg von EUR–USD benennen: Das im März beschlossene deutsche Fiskalpaket weckte Wachstumshoffnungen auch für den Euroraum. Zudem wurde an den Finanzmärkten die im Frühjahr in Gang gesetzte US-Zollpolitik als US-wachstumsschädlich eingeschätzt, was Leitzinssenkungserwartungen für die Fed befeuerte.

Aktuell wieder etwas positivere Sicht auf USD

Zu Jahresbeginn noch bei 1,04, stieg der Wechselkurs deshalb um rund 13 Cents auf über 1,18 (siehe Grafik unten links). Mittlerweile notiert EUR–USD allerdings deutlich tiefer, da die wachstumskritische Sicht für die USA etwas gewichen ist. Mit dem KI-Boom werden andere Wachstumskräfte zudem als gewichtiger angesehen. Auch die Leitzinssenkungsfantasien haben etwas abgenommen, wobei der Eindruck besteht, dass sich unter den Marktteilnehmern die Sichtweise noch nicht gefestigt hat, wie weit es mit dem US-Leitzins tatsächlich nach unten gehen wird.

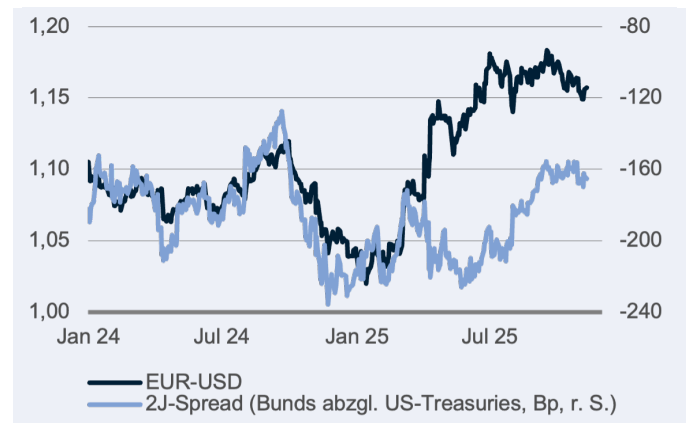
2025 lief es für EUR zunächst gut

Wechselkurs-Zerlegung (kumul. Änd. seit 01.01.2025, Cent)



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

Geringerer EUR-Renditenachteil stützt etwas Wechselkurs und Renditedifferenz



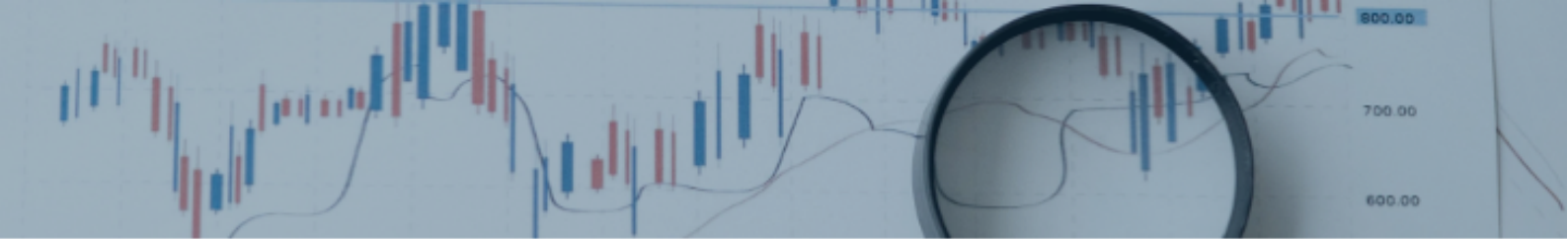
Quelle: LSEG Datastream

Abnehmender US-Zinsvorsprung belastet USD vorübergehend

Was erwarten wir für die kommenden Monate? Im Trend dürfte EUR–USD vorerst um 1,16 notieren. Auf Jahressicht sehen wir weiterhin eine deutlich größere Wahrscheinlichkeit dafür, dass der Wechselkurs bei 1,15 verbleiben wird, als auf 1,20 und darüber zu steigen. Maßgeblicher Treiber bleibt für uns die Erwartung, wie stark der US-Zinsvorteil noch schrumpfen wird. Wir gehen davon aus, dass die EZB zinspolitisch stillhalten und die Fed ihren vorsichtigen Leitzinssenkungskurs fortsetzen wird. Unser für das zweite Halbjahr 2026 eher positive US-Konjunktur- und Inflationsbild sprechen dafür, dass das US-Leitzinsniveau nicht unter 3,00 % sinken wird. Sobald an den Finanzmärkten bestehende Erwartungen an ein noch tieferes Leitzinsniveau schwinden, dürfte dies USD unterstützen.

US-Wachstumsvorteil kleiner, geht aber nicht verloren

Nicht neu in unserer Einschätzung ist auch, dass der Euroraum aufgrund der stärkeren fiskalpolitischen Impulse – vor allem in Deutschland – wachstumsseitig wohl aufholen wird. Der bisherige Wachstumsvorteil der USA dürfte also vorübergehend etwas schrumpfen, sich unserer Ansicht nach aber nicht vollständig einebnen. Auch besteht das Risiko, dass das deutsche Fiskalpaket nur ein konjunkturelles Strohfeuer entfacht. Der US-Wirtschaft trauen wir hingegen zu, dass sie sich im Laufe des kommenden Jahres und auch darüber hinaus dynamischer zeigt. Dafür spricht unter anderem die dortige hohe Investitionsdynamik (vgl. S. 20), die für die nächsten Jahre ein höheres Potenzialwachstum erwarten lässt.



Risiko bedrohte Unabhängigkeit der Fed

Das Risiko einer deutlichen USD-Schwäche bestünde unseres Erachtens besonders dann, wenn die Fed unter personeller Neubesetzung dem Druck von US-Präsident Donald Trump nachgäbe und das Leitzinsniveau auf 2,50 % oder tiefer senkte. Das würde die Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der US-Geldpolitik stark beschädigen. Tiefere Zinsen würden die Wirtschaft, vor allem aber die hohe Zinslast und Staatsverschuldung, zwar alimentieren. Konzentriert sich die Geldpolitik aber weniger auf ihre Kernaufgaben und wird von der Finanzpolitik getrieben (fiskalische Dominanz), wäre der Vertrauensschaden groß. Investoren dürften bei solch einer Entwicklung eine höhere Risikoprämie fordern.

Risiko bewusste Abwertungsstrategie

Unter diesen Bedingungen rückten für uns Wechselkurse um 1,20 und darüber ins Blickfeld. Diese wären auch zu erwarten, falls die USA eine bewusste Abschwächungsstrategie vorantreiben („Mar-a-Lago-Accord“). Die praktische Umsetzung ist unseres Erachtens zwar schwierig. Unmöglich ist sie aber nicht.

USD nicht abschreiben

Der Theorie der Kaufkraftparität zufolge gilt USD gegenüber EUR als zu hoch bewertet. Je nach Methodik werden faire Kurse von 1,25 bis 1,50 aufgerufen. Zuletzt gab es diese im Februar 2018 und in der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09. Unsere Prognosen orientieren sich aber nicht an der Kaufkraftparität. Aller Erfahrung nach liefern die eigenen Zinseinschätzungen, die auch die fundamentale Entwicklung spiegeln, bessere Prognoseergebnisse. Hinzu kommen weitere Einflussfaktoren wie etwa das Politikumfeld, die es zu bewerten gilt. Diesbezüglich kann die USD-Höherbewertung auch mit der in vielen Bereichen herausragenden Stellung der USA gut erklärt werden (Exzeptionalismus).

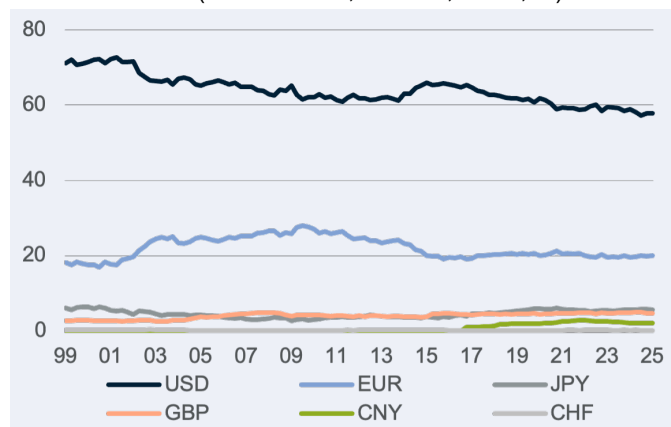
Wo liegt der „faire“ Wert? EUR-USD



Quelle: LSEG Datastream

USD weiter dominierend

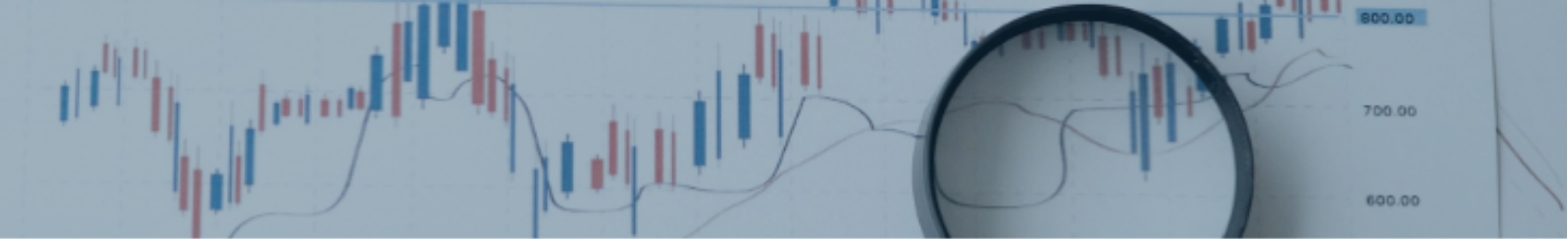
Devisenreserven (Notenbanken, weltweit, Anteil, %)



Quelle: LSEG Datastream

Erosion der führenden Reserve- und Anlagewährung eine Illusion

Der Politikkurs von Trump mag USD einige Vertrauenskratzer versetzt haben. Die Diskussion um eine Erosion seiner bisher herausragenden Funktion als globale Reserve- und Anlagewährung erachten wir aber als übertrieben. Unserer Ansicht nach wird USD diese Funktion weiterhin gut ausfüllen und von internationalen Investoren als sicherer Hafen nachgefragt werden. Mangels wirklicher Alternativen hinsichtlich Größe, Breite und Liquidität geht letztlich kein Weg an der Stärke der US-Wirtschaft und damit an USD vorbei. Notenbanken halten deshalb immer noch über 50 % ihrer Devisenreserven in USD. Das ist mehr als doppelt so viel wie in EUR, dessen Anteil an den globalen Devisenreserven seit 2015 nahezu unverändert ist. Ein negativer Trump-Effekt ist hier bislang ausgeblieben – wohl auch, weil die politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen im Euroraum unseres Erachtens ungeeignet sind, die Position von EUR aus eigener Kraft zu stärken.



BoE bleibt auf Zinssenkungspfad

Stabilität von Regierung und Staatsfinanzen im Blick behalten

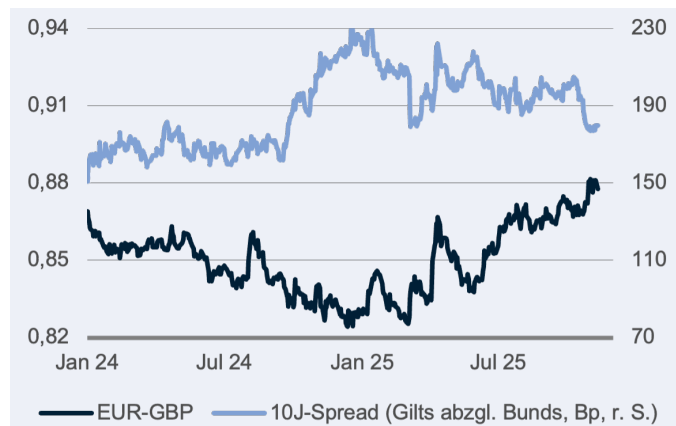
EUR–GBP um 0,89

EUR–GBP wird seinen Anfang 2025 aufgenommenen Aufwärtstrend wohl noch etwas fortsetzen. Dafür spricht, dass die BoE bei beginnender Disinflation und steigender Arbeitslosigkeit ihren Leitzins weiter vorsichtig senken wird. Wir erwarten für Dezember einen Schritt und zwei weitere Schritte bis Mitte 2026. Damit engt sich der Zinsvorsprung zur EZB (Einlagesatz) von aktuell 200 auf 125 Basispunkte ein. Größere Belastungen auf GBP dürften davon jedoch nicht ausgehen, da diese Sichtweise in den Kursen bereits weitgehend eingepreist sein dürfte.

Für 2026 erwarten wir für Großbritannien einen im Vergleich zum Euroraum ähnlichen Wachstumstrend. Dies dürfte neutral auf EUR–GBP wirken. Als belastend für GBP sehen wir die politische Instabilität der Labour-Regierung und Bedenken hinsichtlich der Stabilität der öffentlichen Finanzen an. EUR–GBP erwarten wir auf 6- und 12M-Sicht deshalb bei Kursen um 0,89. Das wachsende Leistungsbilanzdefizit Großbritanniens bleibt zudem eine Belastung für die Währung.

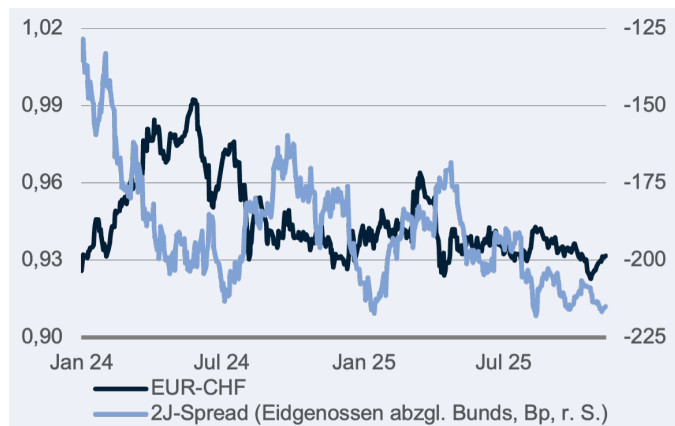
EUR–GBP immer höher

Wechselkurs und Renditedifferenz



EUR–CHF auf neuem Allzeittief

Wechselkurs und Renditedifferenz



CHF bleibt aus Sicherheitserwägungen gesucht, ...

... auch aus Gründen der Diversifikation

EUR–CHF um 0,90 erwartet

Der große Zins- und Renditenachteil der Schweiz zum Euroraum spricht aus unserer Sicht eigentlich für eine CHF-Abschwächung gegenüber EUR. Dieser wird 2026 bestehen bleiben, da wir für SNB und EZB unveränderte Leitzinsen erwarten. Er könnte im Fall von Negativzinsen, die die SNB vermeiden möchte, aber größer werden.

CHF wird sich 2026 unseres Erachtens dennoch weiter von seiner starken Seite zeigen. Geo- und handelspolitische Unsicherheiten dürften dazu beitragen, dass die Währung von Investoren weiter als sicherer Hafen und zur Diversifikation nachgefragt wird. In einem Umfeld mit hohen europäischen Staatsschulden werden diese Ausschau nach sicheren Alternativen halten. Schweizerische Staatsanleihen bieten im Gegensatz zu Gold außerdem eine kleine Rendite. Nach dem Zoll-Deal mit den USA bläst der Schweiz zudem weniger konjunktureller Gegenwind entgegen. EUR–CHF erwarten wir deshalb auf Jahressicht um 0,90.

Währungsprognosen

	25.11.2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
EUR–USD	1,16	1,16	1,18	1,16	1,15
EUR–GBP	0,88	0,88	0,90	0,89	0,89
EUR–CHF	0,93	0,91	0,90	0,90	0,90
EUR–PLN	4,22	4,25	4,30	4,30	4,35

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende



Asset Allocation

Burkhard Allgeier
Chief Investment Officer
Lampe Asset Management
+49 69 2444878-20
burkhard.allgeier@lampe-am.de

Robin Beugels
Chief Investment Officer
Wealth Management
+49 221 139319-7025
robin.beugels@hal-privatbank.com

Das Umfeld für Aktien bleibt 2026 freundlich. Eine lockere Geldpolitik, fiskalische Unterstützung und eine nachlassende handelspolitische Unsicherheit dürften die Märkte weiter tragen. Da der Spielraum für höhere Bewertungen vor allem in den USA begrenzt ist, rückt das Gewinnwachstum stärker in den Mittelpunkt. Wir bevorzugen noch den US-Markt. Sollte sich jedoch eine höhere Gewinndynamik in Europa verfestigen, würde dies die Attraktivität europäischer Aktien angesichts der ohnehin großen Bewertungsunterschiede im Vergleich zu den USA weiter steigern. Gold bleibt durch eine hohe strukturelle Nachfrage gestützt und ein wichtiger Diversifikationsbaustein.

Fragile Stabilität

In den vergangenen Monaten hat der Kapitalmarkt zahlreiche politische und wirtschaftliche Belastungen ausgeblendet. Anleger richteten den Blick zunehmend auf die erwarteten positiven Rahmenbedingungen des kommenden Jahres. Auch die Unternehmenszahlen zum dritten Quartal 2025 fielen insgesamt sehr solide aus. Viele Unternehmen konnten ihre Margen weiter steigern, und das Gewinnwachstum übertraf die Erwartungen deutlich. Die nominale Gewinnsteigerung betrug für den amerikanischen Leitindex S&P 500 im dritten Quartal 2025 rund 13 % gegenüber dem Vorjahr, und dies in einem schwierigen Umfeld. Hauptverantwortlich für dieses Plus waren erneut der Technologiesektor sowie Unternehmen aus den Bereichen der Finanz- und Gesundheitsindustrie. Das solide Gewinnwachstum war somit in den vergangenen zwölf Monaten der Haupttreiber der Aktienmarkterträge in den USA. Anders war dies in Europa, wo die Rallye durch höhere Bewertungen getrieben wurde (vgl. Grafik unten links).

Robuste Unternehmensgewinne 2025

Gewinndynamik auch 2026 Haupttreiber

KI-Investitionen wichtiger Impuls

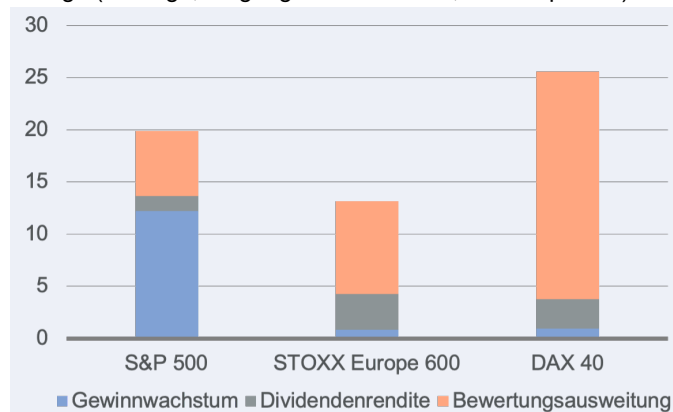
Unternehmensgewinne entscheidend

Für 2026 rechnen wir mit einem Umfeld, das von moderatem globalen Wachstum, niedrigeren Finanzierungskosten und strukturellen Trends getragen wird. Auch wenn der Bewertungsanstieg aus diesem Jahr kaum zu wiederholen sein dürfte, sollten die Unternehmensgewinne ausreichen, um die Märkte zu stützen und moderate Kurszuwächse zu ermöglichen.

In den USA bleibt die starke Investitionstätigkeit im KI-Bereich ein wesentlicher Impuls. Die Nachfrage nach Rechenzentren, Cloud-Infrastruktur und Halbleitern schafft weiterhin strukturellen Rückenwind. Gleichzeitig erwarten wir eine breitere

US-Kurserträge stützen sich auf Gewinne

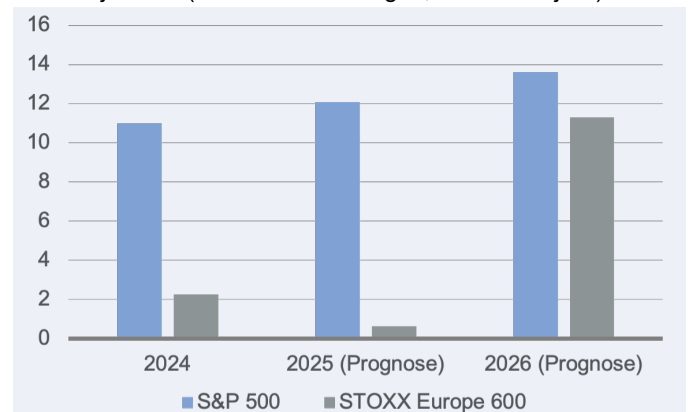
Erträge (Beiträge, vergangene 12 Monate, Prozentpunkte)



Quelle: Factset

Stabiles Plus bei den Gewinnen

Gewinn je Aktie (Konsensschätzungen, % zum Vorjahr)



Quelle: Factset



2026: Gewinne +10 %, DAX Richtung 26.000 Punkte

Marktteilnahme: Neben großen Technologiewerten sollten andere Branchen von zusätzlicher Deregulierung, erweiterten Abschreibungsmöglichkeiten und einer höheren Investitionsneigung profitieren. Trotz hoher Bewertungen bleiben die USA damit ein zentraler Baustein unserer globalen Aktienallokation. Europa dürfte 2026 zunehmend in den Fokus rücken. Das Frühjahr 2025 hat gezeigt, wie stark Stimmungswechsel die Märkte tangieren können. Die Aussicht auf eine freundlichere Bewertungslage, ein stabileres Zinsumfeld sowie steigende Gewinne und die Wirkung staatlicher Investitionsprogramme in Infrastruktur, Energie und Verteidigung sprechen für eine positive Entwicklung. Im Schnitt erwarten wir ein Gewinnwachstum von gut 10 % für die DAX40- und STOXX Europe 600-Unternehmen. Sollten die fiskalischen Maßnahmen in Deutschland spürbar greifen, könnte der DAX rasch die Marke von 25.000 Punkten erreichen; zum Jahresende 2026 halten wir 25.700 Punkte für realistisch, bei bestehendem Aufwärtspotenzial.

Technologie bleibt wichtigster Taktgeber

Technologie bleibt unseres Erachtens das Herzstück des globalen Gewinnwachstums. Zudem weitet sich die Bedeutung dieses Sektors deutlich aus: Neben KI-Ausrüstern wie Software- und Halbleiterkonzernen gewinnen KI-Anwender aus Bereichen wie Robotik, Cybersicherheit und Automatisierung immer mehr an Bedeutung – in den USA ebenso wie in Europa und in Teilen der Schwellenländer.

2026: Mehrere attraktive Sektoren

Auch andere Sektoren sollten 2026 einen stabilen Beitrag leisten. Finanzwerte profitieren von niedrigeren kurzfristigen Zinsen und einer normalisierten Zinsstruktur. Der Gesundheitssektor bietet nach einer ausgeprägten Schwächephase wieder attraktivere Einstiegsniveaus; demografische Trends und Innovationen untermauern das Wachstum. Deutlich profitieren dürften Versorger, da der weltweite Energiebedarf und der Ausbau der Netzinfrastuktur spürbar zunehmen. Unternehmen mit moderner Erzeugungs- und Netzkapazität bieten für die nächsten Jahre daher solide Wachstumsperspektiven.

KGV nicht das Maß aller Dinge

KI: (k)eine Blase?

Die Gewinnentwicklung wird aus unserer Sicht somit den Grundstein dafür legen, dass sich die Aktienmarktrallye im Jahr 2026 fortsetzt. Zudem ist für unseren positiven Blick nach vorn bedeutsam, dass die Risikomaße nicht auf eine ausgeprägte Sorglosigkeit hindeuten. Im Gegenteil: Die Rallye wird bislang mit viel Skepsis begleitet, auch hinsichtlich ständig steigender KI-Investitionen. In einem solchen Umfeld ist die ambitionierte Bewertung vieler Aktienindizes nicht zwingend ein Hinweis für eine kurzfristig anstehende, ausgeprägte Korrektur. Zumal über kurzfristige Zeiträume Bewertungsmaßstäbe wie das KGV (vgl. Grafik unten links) nur sehr wenig Aussagekraft für die weitere Marktentwicklung haben.

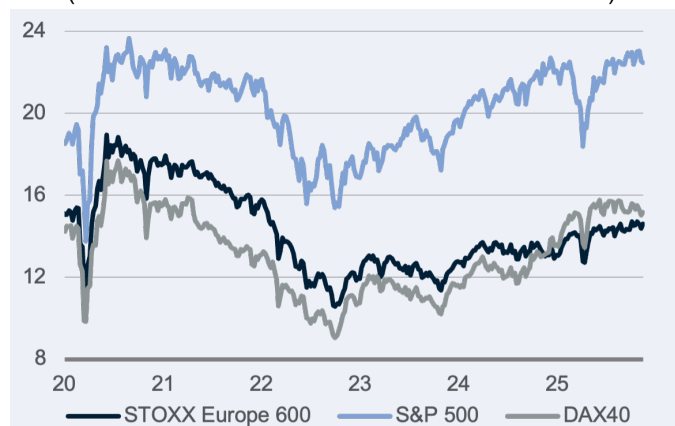
Wie immer: breites Risikobündel

Die größten Risiken für 2026 liegen unseres Erachtens in möglichen Enttäuschungen beim Gewinnwachstum, gepaart mit einer historisch hohen Marktkonzentration weniger großer Big-Tech-Unternehmen im US-Markt (vgl. Grafik rechts, nächste Seite). Der KI-Boom wird durch massive private Investitionen befeuert. Ob, wann und wie sich diese letztlich auszahlen, ist offen und die Furcht vor einer spekulativen Blase wächst.

Nicht zuletzt aufgrund der zunehmenden Verflechtungen, Überkreuzbeteiligungen und Kapitalflüsse zwischen US-Tech-Konzernen, namentlich zwischen OpenAI, Oracle, Microsoft und Nvidia. Genährt wird die Skepsis zusätzlich dadurch, dass Investitionen verstärkt durch Kapitalerhöhungen oder steigende Verschuldung finanziert werden. Unverkennbar beginnen die großen Tech-Konzerne inzwischen damit, nicht nur Anleihen zu begeben, sondern auch Fremdkapitalfinanzierungen mit Special Purpose Vehicles (SPVs) außerhalb ihrer Bilanz zu platzieren.

Erhöhte Bewertung

KGV (Basis: erwartete Gewinne für nächsten 12 Monate)



Quelle: Factset

Marktkonzentration sehr hoch

Gewicht Top 10 Firmen im S&P 500 (Marktkapitalisierung %)



Quelle: Factset

Aufwärtsrisiken bei Renditen langlaufender Staatsanleihen

Weitere Risiken sehen wir in stärker als von uns erwartet steigenden Renditen langfristiger Staatsanleihen. Inflationsüberraschungen und der hohe staatliche Finanzierungsbedarf sind dafür ein perfektes Gemisch. Höhere Renditeniveaus könnten Unternehmensfinanzierungen belasten und die Risikobereitschaft der Anleger dämpfen. Geopolitische Spannungen, Lieferkettenengpässe und eventuelle Schwächen bei Konsum oder Kreditqualität in den USA bleiben zusätzliche Unsicherheitsfaktoren.

Taktische Asset Allocation mit leichtem Aktienübergewicht

Konzentration erfordert Diversifikation

In unserer taktischen Asset Allocation haben wir vor dem Hintergrund des konstruktiven makroökonomischen Umfeldes und der positiven Gewinndynamik Aktien leicht übergewichtet. Zudem halten wir noch an unserer Präferenz für US-Aktien aufgrund ihrer höheren Gewinndynamik fest. Für 2026 erscheint uns innerhalb der Anlageklasse Aktien – nicht zuletzt aufgrund der historisch hohen Marktkonzentration und des ambitionierten Bewertungsniveaus in den USA – eine breitere Diversifikation über Sektoren und Regionen hinweg zunehmend ratsam. Bei Anleihen haben wir die Duration – also die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer – nach den Renditerückgängen bei länger laufenden Staatsanleihen und aufgrund des von uns erwarteten Aufwärtsdrucks auf die Renditen im kommenden Jahr wieder auf neutral zurückgenommen. Wir bleiben hier zunächst vorsichtig.

Gold glänzt weiter

Gold bleibt als zusätzliche Anlageklasse ein wichtiger Diversifikationsbaustein in unserer Asset Allocation. Unser Preisziel für die Feinunze Gold liegt bei 5.000 US-Dollar bis zum Jahresende 2026. Die Korrektur Ende Oktober mag einige spekulative Positionen bereinigt haben, ändert aber an der strukturell hohen Nachfrage von Notenbanken und privaten wie institutionellen Adressen nichts. Darüber hinaus wird jede geopolitische Anspannung oder Verwerfung an den Finanzmärkten den Goldpreis wohl weiter beflügeln.

Alternativen nicht vergessen

Daneben können alternative Anlageklassen wie marktneutrale Strategien, die häufig eine sehr geringe Korrelation mit den Anlageklassen Aktien und Anleihen aufweisen, sowie risikoadjustierte Strategien einen zusätzlichen wertvollen Beitrag für die Stabilität der Anlageergebnisse erzielen.

Ihre Ansprechpartner im Economic Research



Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt
+49 211 4952-187
alexander.krueger@
hal-privatbank.com



Dr. Bastian Hepperle
Senior Economist
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@
hal-privatbank.com



Nils Sonnenberg
Economist
+49 211 4952-616
nils.sonnenberg@
hal-privatbank.com



Veronika Ruprecht
Assistenz
+49 211 4952-611
veronika.ruprecht@
hal-privatbank.com

Ihre weiteren Ansprechpartner



Burkhard Allgeier
Chief Investment Officer
Lampe Asset Management
+49 69 2444878-20
burkhard.allgeier@
lampe-am.de



Robin Beugels
Chief Investment Officer
Wealth Management
+49 221 139319-7025
robin.beugels@
hal-privatbank.com

Für weiterführende Informationen

Wenn Sie diese Publikation besprechen möchten, wenden Sie sich bitte an die Autoren.

Für mehr Inhalte



Der schnellste Weg zu uns?
Nutzen Sie diesen QR-Code!



Hier geht es zu unserem Investmentpodcast
„Makro, Markt & Strategie“



Abkürzungen

Abkürzung	Bedeutung	Abkürzung	Bedeutung
%-Punkt / %-P.	Prozentpunkt	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
3M, 6M, 9M	Zeitraum: 3 Monate, 6 Monate, 9 Monate	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	KGv	Kurs-Gewinn-Verhältnis
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	KI	Künstliche Intelligenz
BoJ	Bank of Japan (Notenbank von Japan)	Kumul.	Kumuliert
Bp.	Basispunkt(e)	Mrd.	Milliarden
BRICS	Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika	PBoC	People's Bank of China (Notenbank der Volksrepublik China)
CHF	Schweizer Franken	PF	Produktionsfunktion
CHN	China	PLN	Polnischer Zloty
Dax	Deutscher Aktienindex	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	S&P 500	Standard & Poor's 500 (Aktienindex)
EU	Europäische Union	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EUR	EUR	STOXX 600	Aktienindex
EWU	Europäische Währungsunion	TFP	Totale Faktorproduktivität
EZB	Europäische Zentralbank	Tsd.	Tausend
Fed	Federal Reserve Bank (Notenbank der USA)	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
FOMC	Federal Open Market Committee (Offenmarktausschuss)	US/USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
GBP	Britische Pfund	USD	US-Dollar
GfK	Gesellschaft für Konsumforschung	Z. Vj.	Zum Vorjahr

Erklärungen

Begriff	Bedeutung
Asset Allocation	Aufteilung des Vermögens auf mehrere Anlageklassen, etwa zur Renditeoptimierung und/oder Risikostreuung
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Bundesanleihen	Schuldverschreibungen der Bundesrepublik Deutschland mit unterschiedlichen Laufzeiten
Duration	Durchschnittliche Kapitalbindungsdauer
Einlagesatz	Von der EZB gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden. Der Einlagesatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Fiskalpolitik	Alle Maßnahmen eines Staates, mit denen über die Veränderung öffentlicher Einnahmen und Ausgaben konjunktur- und wachstumspolitische Ziele erreicht werden sollen
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Government Shutdown	US-Bundesbehörden stellen ihre Tätigkeit zu großen Teilen zeitweise ein und es werden nur noch die als unerlässlich angesehenen Aufgaben erledigt. Grund dafür ist, dass die rechtliche Grundlage für die Bewilligung von Finanzmitteln für den Staatshaushalt ausgelaufen ist
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
ifo Geschäftsklima	Das ifo Geschäftsklima basiert auf ca. 9.000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, des Handels und des Bauhauptgewerbes.
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Kerninflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmitteln. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Konsum-Deflator	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Relation zwischen dem Aktienkurs eines Unternehmens und dem tatsächlichen bzw. vom Konsensus der Analysten geschätzten künftigen Gewinn pro Aktie. Ein wichtiges Bewertungskriterium für Aktien
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Notenbank (Zentralbank)	Eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen staatlichen Abhängigkeitsgraden zielt ihr Wirken meist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Offenmarktausschuss	Das für die Festlegung des geldpolitischen Kurses zuständige Gremium der US-Notenbank
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Produktionspotenzial	Mittel- bis langfristige Wachstumsmöglichkeit einer Volkswirtschaft (bzw. Veränderung des BIP), wenn die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten normal ausgelastet sind
Protektionismus	Handelspolitische Maßnahmen eines Staates, mit denen der Zutritt ausländischer Anbieter zum Inlandsmarkt beeinträchtigt und inländische Anbieter vor ausländischer Konkurrenz geschützt werden
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer zum Beispiel 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
sentix Konjunkturindex	Ein auf Basis einer monatlichen Umfrage unter privaten und institutionellen Anlegern erhobener Frühindikator zur möglichen Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts eines Landes oder einer Region
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
US-Treasuries	Vom US-Schatzamt begebene Schuldscheine mit unterschiedlichen Fälligkeiten. Allgemeine Bezeichnung auch für US-amerikanische Staatsanleihen
Verbraucherpreisindex	Stellt den monatlichen gewichteten Durchschnitt der Preise für Waren und Dienstleistungen dar

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe



Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informations-zwecken und sind weder als Rat oder Empfehlung noch als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Redaktionsschluss: 26.11.2025, 9:15 Uhr

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG
Economic Research
Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf

alexander.krueger@hal-privatbank.com
Telefon +49 211 4952-187
Telefax +49 211 4952-494

Der schnellste Weg zu uns?
Nutzen Sie diesen QR-Code!



Hier geht es zu unserem Investmentpodcast
„Makro, Markt & Strategie“



Für Informationen oder Genehmigungen zur Wiederverwendung wenden Sie sich bitte an Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG unter

felix.flues@hal-privatbank.com

Aktuelle Inhalte sowie die Möglichkeit, Benachrichtigungen zu diesem oder anderen Themen zu abonnieren, finden Sie unter **[hal-privatbank.com](https://www.hal-privatbank.com)**. Folgen Sie der **Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG** auf **LinkedIn**, **Facebook** und **Instagram**.



HAUCK
AUFHÄUSER
LAMPE