



WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

Ausblick 2026

Kurs halten in Zeiten des Umbruchs

BERENBERG

Autoren:

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 7771 920377, holger.schmieding@berenberg.com

Dr. Felix Schmidt, Telefon +49 69 91 30 90-1167, felix.schmidt@berenberg.de

Abgeschlossen am 19. Dezember 2025

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Sie ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur in bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Stand: Dezember 2025

Inhaltsverzeichnis

Teil 1	Ausblick in Kürze	1
Teil 2	Überblick: Unruhige Zeiten	2
	1. Normales Wachstum trotz politischer Risiken	2
	2. Wirtschaftsprognosen im Überblick	5
Teil 3	Ein Blick auf die wichtigsten Risiken	9
	1. Wirtschaftliche Risiken	9
	2. Politische Risiken	10
Teil 4	Im Fokus	11
	1. Klingbeils Wahl	11
	2. Stablecoins – Brücke zwischen Krypto und traditioneller Finanzwelt	13
Teil 5	Ausgewählte Regionen	15
Teil 6	Finanzmärkte	25
	1. Risikomärkte: moderates Aufwärtspotenzial	25
	2. Zinsen: Aufwärtstrend im Pause-Modus	26
	3. Währungen: Trump und die Notenbanken bewegen die Wechselkurse	28
Teil 7	Kapitalmarktprognosen	30

TEIL I

Ausblick in Kürze

Trotz einer Vielzahl von wirtschaftlichen, finanziellen und (geo-)politischen Risiken überwiegt beim Blick auf das kommende Jahr insgesamt die Zuversicht. Auch 2026 drohen der Welt weder eine tiefe Rezession noch eine große Inflationswelle. Wir erwarten stattdessen für die Weltwirtschaft ein in etwa normales Wachstum, das nahezu dem Zuwachs des Jahres 2025 entsprechen dürfte.

Die Niedrigzinsen vieler Zentralbanken sowie die expansive Fiskalpolitik in den USA und Deutschland werden die Konjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks stützen. Zudem besteht die Chance, dass US-Präsident Trump seine aggressive Zollpolitik 2026 etwas zügeln könnte. Denn die zollbedingte Inflation wird im Vorfeld der Kongresswahlen im November immer mehr zu einem Problem für seine Republikaner.

Mit ihrem flexiblen Arbeitsmarkt und dem Investitionsboom rund um künstliche Intelligenz können die USA auch 2026 wieder ein Wachstum von knapp 2 % erreichen. Allerdings bremsen Trumps Zölle und sein hartes Vorgehen gegen Einwanderer die Konjunktur. Letztlich bedeutet Trump für die USA weniger Wachstum bei höheren Preisen. Zudem untergräbt er langsam das Vertrauen in den US-Dollar.

China kommt auf keinen grünen Zweig. Den staatlich subventionierten Erfolgen in der Hochtechnologie steht eine hohe Jugendarbeitslosigkeit gegenüber. Das Geld, mit dem China seine industriellen Überkapazitäten aufbaut, fehlt anderswo im Land. Bei schwacher Binnenwirtschaft dürfte sich das Wachstum unter 5 % einpendeln.

Der europäischen Industrie weht der Wind aus Übersee scharf ins Gesicht. Bei rückläufigen Ausfuhren in die USA und China muss das Wachstum aus der Binnenwirtschaft kommen. Die Reformerfolge in Südeuropa sowie die niedrigen Zinsen der Europäischen Zentralbank und der deutsche Fiskalimpuls sprechen dafür, dass die Euro-Wirtschaft 2026 in etwa mit ihrer Trendrate von 1,2 % zulegen kann. Mit 0,8 % bleibt Deutschland erneut dahinter zurück, aber weniger als in den Vorjahren.

Hohe Staatsschulden werden auf Dauer die Wirtschaft belasten, in den USA mehr noch als in Europa. Aber sofern die USA und Frankreich ihre Fehlbeträge im Staatshaushalt nicht noch weiter ausufern lassen oder ihre wirtschaftliche Leistungsfähigkeit durch eine fehlgeleitete Politik erheblich weiter schwächen, zeichnet sich vorerst noch keine Schuldenkrise ab.

Nach dem Kursfeuerwerk des Jahres 2025 ist die Luft an den Finanzmärkten dünner geworden. Bei einem erheblichen Rückschlag, der die US-Konjunktur hart treffen könnte, würde allerdings die US-Fed mit großen Liquiditätsspritzen und Niedrigzinsen eingreifen. Das begrenzt die Risiken. Normales Wachstum stützt die Kurse.

In einer Welt im Umbruch sind Risiken und Chancen ausgeprägter als üblich. Handelskriege könnten Europa erneut belasten. Und sollte Trump die US-Hilfe für die Ukraine einstellen, könnte eine Niederlage der Ukraine im Abwehrkampf gegen Russland Europa in schwere Turbulenzen stürzen. Dagegen könnte eine für die Ukraine akzeptable Lösung Europa insgesamt etwas voranbringen.

Unruhige Zeiten – aber Zuversicht überwiegt

Geld- und Fiskalpolitik stützen die Konjunktur trotz vieler Risiken

Trump schwächt auf Dauer die USA und den Dollar

China: starke Ausfuhr auf Kosten der Binnenwirtschaft

Europa: normales Wachstum

Wahrscheinlich noch zu früh für eine Schuldenkrise

Die Luft an den Märkten ist dünner geworden

Risiko Trump

TEIL 2

Überblick: Unruhige Zeiten

(Dr. Holger Schmieding)

1. Normales Wachstum trotz politischer Risiken

Es hätte auch schlimmer kommen können. Obwohl US-Präsident Donald Trump sogar über seine Zollpolitik hinaus immer wieder für erhebliche Unruhe gesorgt hat, hat die Weltwirtschaft das Jahr 2025 insgesamt recht gut gemeistert. Während die USA hinter dem Wachstumstempo zurückblieben, das wir vor einem Jahr erwartet hatten, konnten China, Japan, Europa sowie viele asiatische Schwellenländer sogar etwas kräftiger zulegen als gedacht. Angesichts großer Herausforderungen hat sich die Weltwirtschaft als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen. Sogar Deutschland konnte nach einer Mini-Rezession im Vorjahr seine Wirtschaftsleistung im Jahr 2025 ein wenig steigern. Allerdings lasten eine Vielzahl hausgemachter Probleme weiterhin schwer auf der deutschen Wirtschaft. Auch aus dem Ausland bläst der deutschen und europäischen Industrie ein kräftiger Gegenwind ins Gesicht. Unternehmen spüren Trumps Zölle und den chinesischen Versuch, im In- und Ausland Marktanteile zu gewinnen und ursprünglich für die USA vorgesehene Ausfuhren nach Europa umzulenken. Bisher haben die Impulse, die die neue Bundesregierung durch mehr Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur setzen möchte, die deutsche Konjunktur noch nicht spürbar beleben können.

Trotz einer Vielzahl von wirtschaftlichen, finanziellen und (geo-)politischen Risiken überwiegt beim Blick auf das Jahr 2026 insgesamt die Zuversicht. Wir erwarten für die Weltwirtschaft ein in etwa normales Wachstum, das nahezu dem Zuwachs des Jahres 2025 entsprechen dürfte. Nach dem Kursfeuerwerk des Jahres 2025 ist die Luft an den Finanzmärkten allerdings dünner geworden. Zeitlich begrenzte Rückschläge sind möglich. Da der Welt aber weder eine tiefe Rezession noch eine große Inflationswelle drohen, bestehen gute Chancen, dass die Märkte sich davon auch wieder erholen könnten. Hohe Staatsschulden werden auf Dauer die Wirtschaft belasten, vor allem in den USA, Frankreich, und Großbritannien. Aber sofern diese Länder ihre Fehlbeträge im Staatshaushalt nicht noch weiter ausufern lassen oder ihre wirtschaftliche Leistungsfähigkeit durch eine fehlgeleitete Politik erheblich weiter schwächen, zeichnet sich vorerst noch keine Staatsschuldenkrise ab.

Für die Weltwirtschaft sprechen vier Gründe für einen vorsichtigen Optimismus.

Erstens haben die großen Zentralbanken der Welt mit Ausnahme des Sonderfalls Japan im Jahr 2025 ihre Leitzinsen gesenkt. Wie üblich dürfte dieser geldpolitische Impuls zeitlich verzögert die gesamtwirtschaftliche Nachfrage 2026 stützen, gerade in zinssensitiven Bereichen wie dem Wohnungsbau.

Zweitens bleibt die Fiskalpolitik vor allem in den USA dank der Initiativen von Trump expansiv. Obwohl sich die USA ihre hohen Haushaltsdefizite von mehr als 6 % der Wirtschaftsleistung nicht auf Dauer leisten können, werden die Trumpschen Steuerergeschenke und Investitionsanreize zunächst die Konjunktur stützen. Japan plant ebenfalls einen fiskalischen Stimulus. Auch in Deutschland dürften die zusätzlichen Ausgaben für Verteidigung, Infrastruktur und – leider – auch für Renten und

Trotz Trump: Weltwirtschaft erweist sich als widerstandsfähig

Vorsichtiger Optimismus für 2026

Zentralbanken haben den Fuß von der Bremse genommen

Fiskalpolitik stützt kurzfristig die Konjunktur in den USA, Japan und Deutschland

andere Formen des Staatskonsums im Laufe des neuen Jahres schrittweise ihre Wirkung entfalten. Da Deutschland für viele europäische Staaten der wichtigste Handelspartner ist, wird eine nicht mehr ganz so schwache deutsche Konjunktur auch diesen Nachbarländern zumindest ein wenig zugutekommen.

Drittens besteht die Chance, dass Trump im neuen Jahr seine aggressive Zollpolitik etwas zügeln könnte. Denn letztlich zahlen die US-Verbraucher die Zeche für seine Zölle über höhere Preise. Und Inflation ist unpopulär. Trump hat bereits im Herbst 2025 einige Zölle auf landwirtschaftliche Einfuhren wieder gesenkt, um dem wachsenden Unmut der US-Verbraucher über hohe Preise etwas entgegenzukommen. Im Vorfeld der Zwischenwahlen zum US-Kongress am 3. November 2026 könnten einige weitere Schritte in diese Richtung folgen.

Viertens entlastet der Rückgang der Ölpreise von \$81 pro Fass Brent im Durchschnitt des Jahres 2024 auf \$64 in den letzten drei Monaten Verbraucher und Unternehmen, sofern sie nicht selbst im Ölgeschäft tätig sind. Da gleichzeitig der Euro gegenüber dem Dollar an Wert gewonnen hat, von \$1,08 pro € in 2024 auf \$1,16 pro € in den vergangenen drei Monaten, ist der Vorteil für europäische Ölverbraucher sogar noch etwas ausgeprägter.

Allerdings bleiben die Risiken ungewöhnlich groß, die sich vor allem mit Trump verbinden. Handelskriege könnten das exportorientierte Europa und China erheblich belasten. Und sollte Trump die US-Hilfe für die Ukraine erheblich kürzen oder sogar einstellen, könnte eine Niederlage der Ukraine im Abwehrkampf gegen Russland Europa in schwere Turbulenzen stürzen. Dagegen könnte eine für die Ukraine akzeptable Lösung Europa insgesamt ein wenig voranbringen. Je mehr Europa selbst für die Ukraine und die eigene Sicherheit tut, desto eher könnte es gelingen, Putin in die Schranken zu weisen. Dazu kommen weitere politische Risiken gerade in Europa. Nach ihrem Stolperstart könnte sich die deutsche Koalition aus CDU/CSU und SPD als anfällig für weitere Krisen erweisen. In Frankreich könnten vorgezogene Neuwahlen zum Parlament die Populisten von rechts und links weiter stärken, wenn sich die Parteien der linken und rechten Mitte nicht auf einen Staatshaushalt für 2026 einigen können.

Bevor wir unsere Vorhersagen für 2026 erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. Wie Tabelle 1 zeigt, hat sich die Weltkonjunktur im Jahr 2025 insgesamt in etwa so entwickelt, wie wir es erwartet hatten. Dabei hielten sich einige positive und negative Überraschungen nahezu die Waage. In den USA hatten wir zwar damit gerechnet, dass Donald Trump nach seiner Rückkehr ins Weiße Haus erhebliche Schäden anrichten würde. Aber seine Zollpolitik war und ist noch aggressiver, erratischer und schädlicher als befürchtet. Auch mit seinem harten Vorgehen gegen Einwanderer schwächt er die Wachstumskräfte. Deshalb haben die USA im zu Ende gehenden Jahr schlechter abgeschnitten als erwartet mit einem Wachstum von etwa 2 % nach 2,8 % in 2024. Als Folge der Trumpschen Politik bleibt auch die Inflation mit derzeit knapp über 3 % in den USA noch hartnäckiger als gedacht.

Den Trumpschen Schäden für die USA stehen einige positive Überraschungen in Europa gegenüber. Trotz des heftigen Gegenwinds aus Übersee als Folge der Trumpschen Zolleskapaden und der subventionierten chinesischen Ausfuhr offensive konnte die Wirtschaft in der Eurozone um geschätzt 1,4 % statt der erwarteten 1,0 % zulegen. Dazu haben vor allem das robuste Wachstum in Spanien, Griechenland und Portugal beigetragen. Diese Länder haben sich dank der Reformen im

US-Inflation könnte Trump zu einer weniger aggressiven Zollpolitik zwingen

Die niedrigeren Ölpreise helfen den Verbraucherländern

Erhebliche Risiken

Ein Blick zurück auf 2025: Wachstum wie erwartet

Fiskalpolitik stützt die US-Konjunktur

Zuge der Eurokrise sowie des Zustroms leicht zu integrierender Zuwanderer aus Lateinamerika auf die iberische Halbinsel zu den Wachstumsstars der Eurozone gemausert. Die Hilfe zur Selbsthilfe, die auch der deutsche Steuerzahler den Ländern an der Euro-Peripherie gewährt hatte, zahlt sich aus. Griechenland tilgt heute seine Hilfskredite vorzeitig. Zudem hat ein irischer Sondereffekt, der sich aus Transaktionen zwischen den örtlichen Ablegern großer Technologie- und Pharmakonzerne und ihren US-Hauptquartieren ergibt, die ausgewiesene Wachstumsrate für die Eurozone um etwa 0,1 Prozentpunkte nach oben verzerrt.

Frankreich ist zwar als Folge der grassierenden politischen Unsicherheit gegenüber der Wachstumsrate von 1,2 % in 2024 zurückgefallen, aber nicht ganz so stark wie befürchtet. Neben steigenden Staatsausgaben zeigt sich hier auch die Stärke der Luft- und Raumfahrtindustrie. Dagegen hat Deutschland mit einem kalenderbereinigten Mickerwachstum von knapp 0,3 % unsere Prognose offenbar erreicht. Während die privaten Verbraucher mit einem Zuwachs von etwa 1 % ihre Geldbörsen ein wenig geöffnet haben, haben die anhaltende Investitionsschwäche und die rückläufige Ausfuhr nach China und die USA die Konjunktur gebremst. Auch der häufige lautstarke Streit innerhalb der Koalition hat die Stimmung belastet. Ebenso wie die Eurozone konnte sich auch Großbritannien mit einem Zuwachs von 1,3 % sogar etwas besser entwickeln als vorhergesagt. Der Brexit-Schock hält das Land nicht mehr ganz so stark zurück wie in den Jahren davor.

*Kleine Überraschungen
in Europa*

Tabelle 1: Wachstumsprognosen im Check – was hat sich geändert?

	Prognose für 2025		Prognose für 2026	
	Dez. 2024	Aktuell	Dez. 2024	Aktuell
Welt	2,6	2,6	2,7	2,4
USA	2,4	2,0	2,2	1,8
China	4,5	4,9	4,3	4,3
Japan	1,1	1,2	1,0	0,6
Indien	6,5	6,5	6,5	6,5
Lateinamerika	2,5	2,5	2,5	2,5
Europa	1,2	1,4	1,6	1,2
Eurozone	1,0	1,4	1,5	1,2
Deutschland	0,3	0,3	1,2	0,8
Frankreich	0,5	0,8	1,0	1,0
Italien	0,8	0,6	1,2	0,7
Spanien	2,3	2,8	2,3	2,2
Anderes Westeuropa				
Großbritannien	1,1	1,3	1,4	0,7
Schweiz	1,5	1,2	1,5	1,4
Schweden	1,6	1,3	1,8	2,0
Osteuropa				
Russland	1,4	1,0	1,4	0,9
Türkei	3,0	2,8	3,0	2,9

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Berenberg, alte Prognosen aus dem „Jahresausblick 2025“, Berenberg, 19. Dezember 2024

Beim Vergleich unserer Prognosen aus dem Dezember 2024 mit der aktuellen Lage fallen zwei weitere Unterschiede ins Auge. Erstens konnte die Wirtschaft in Japan im Jahr 2025 trotz des Gegenwindes aus China und den USA ein für japanische Verhältnisse beachtliches Wachstum erreichen. Mit Erfolgen auf anderen Märkten konnte Nippon seine Ausfuhren real um etwa 3 % steigern. Anders als in Deutschland sind in Japan auch die privaten Investitionen in Gang gekommen. Japans Industrie reagiert offensiv auf die Herausforderungen.

Mehr Wachstum in Japan

Zweitens zeigen sogar die offiziellen Zahlen für Russland eine schwächelnde Konjunktur an. Die explosionsartig zunehmenden Staatsausgaben für den Krieg gegen die Ukraine drängen die Privatwirtschaft immer mehr zurück. Rüstungsausgaben und der Mangel an zivilen Arbeitskräften treiben die Inflation, die von den offiziellen Zahlen unterzeichnet wird. Auch der rückläufige Ölpreis sowie der immer noch hohe Leitzins von 16,5 % deuten auf zunehmende Probleme hin. Russlands Fähigkeit, den Krieg durchzuhalten, ist begrenzt. Die eigentliche Frage ist, ob der Westen die Ukraine lange genug unterstützt, um sich gegen ein schwächer werdendes Russland verteidigen zu können. Mit dem zinslosen Darlehen über €90 Mrd. für Kiew, das die EU gerade beschlossen hat, hat Europa hier einen großen Schritt getan.

Russland kann den Krieg nur noch begrenzte Zeit durchhalten

2. Wirtschaftsprognosen im Überblick

Ende des Jahres 2025 ist der unmittelbare Ausblick auf das kommende Jahr durchgewachsen. Alles in allem zeichnet sich für große Teile der Welt ein moderates Wachstum der Wirtschaft ab, das in etwa der langfristigen Trendrate entsprechen dürfte. Während die Inflation in Europa vorerst unter Kontrolle sein dürfte, bleibt der Preisdruck in den USA und Japan hoch. Als Folge der fortlaufenden Korrektur am Immobilienmarkt und seiner industriellen Überkapazitäten muss China dagegen weiter mit deflationären Tendenzen rechnen.

Moderates Wachstum für weite Teile der Welt

Mit ihrem flexiblen Arbeitsmarkt, einem anhaltenden Fiskalimpuls und dem Investitionsboom rund um künstliche Intelligenz können die USA auch 2026 wieder ein Wachstum von etwa 2 % erreichen. Aber der langfristige Trend weist auf ein geringeres Tempo hin. Trumps Zölle wirken wie eine Steuer auf einheimische Verbraucher, während sie gleichzeitig Kapital und Arbeitskräfte in wenig produktive Bereiche lenken. Zudem schadet sein hartes Vorgehen gegen Einwanderer dem Land, dem es sowohl an günstigen Arbeitskräften als auch an Top-Ingenieuren und Innovatoren aus dem Ausland fehlen wird. Das Ergebnis ist auf Dauer ein höherer Lohn- und Preisdruck bei geringerer Wachstumsdynamik. Wir haben unsere Vorhersage für das Trendwachstum der USA deshalb von 2 % auf 1,5 % gesenkt, auch wenn der KI-Boom die Konjunktur 2026 noch etwas darüber halten könnte.

USA: Trump bedeutet weniger Wachstum und höhere Preise

China kommt auf keinen grünen Zweig. Den staatlich subventionierten Erfolgen in der Hochtechnologie steht eine hohe Jugendarbeitslosigkeit gegenüber. Das Geld, mit dem China seine industriellen Überkapazitäten aufbaut, fehlt anderswo im Land. Bei schwächelnder Binnenwirtschaft dürfte sich trotz der Ausfuhrerfolge die offiziell ausgewiesene Wachstumsrate bei unter 5 % einpendeln.

Chinas Wirtschaft: außen hui, innen pfui

Der europäischen Industrie weht der Wind aus Übersee scharf ins Gesicht. Bei rückläufigen Ausfuhren in die USA und nach China muss das Wachstum aus der Binnenwirtschaft kommen. Zwei Gründe sprechen dafür, dass die Euro-Wirtschaft 2026 in etwa mit ihrer Trendrate von 1,2 % zulegen kann. Erstens werden die niedrigen Leitzinsen der Europäischen Zentralbank im Zeitablauf ihre belebende Wirkung entfalten, unter anderem aber nicht nur im Wohnungsbau. Zweitens werden

Europa: Gegenwind aus Übersee, Rückenwind von daheim

Deutschlands steigende Staatsausgaben die Konjunktur im größten Euro-Land anschieben. Dies dürfte eine leicht nachlassende Dynamik in Spanien (weniger Einwanderer aus Lateinamerika), die Folgen der politischen Risiken in Frankreich und das wahrscheinliche Ausbleiben eines neuen irischen Sondereffekts weitgehend ausgleichen. Alles in allem ist der Ausblick für 2026 somit moderat, aber auch nicht schlecht.

Tabelle 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick

Gewicht		BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Welt	100,0	2,6	2,4	2,4									
USA	26,4	2,0	1,8	1,5	2,7	3,0	2,5	4,3	4,2	4,0	-6,2	-6,5	-6,5
China	16,9	4,9	4,3	4,1	0,0	0,9	1,4	5,1	5,0	5,0	-8,6	-8,5	-8,4
Japan	3,6	1,2	0,6	1,0	3,2	2,1	1,9	2,5	2,4	2,4	-3,5	-3,3	-2,8
Indien	3,5	6,5	6,5	6,0							-7,5	-7,5	-7,5
Lateinamerika	6,1	2,5	2,5	2,3							-4,0	-4,0	-4,0
Europa	24,5	1,4	1,2	1,6									
Eurozone	14,8	1,4	1,2	1,5	2,1	2,0	2,2	6,4	6,3	5,9	-3,2	-3,4	-3,3
Deutschland	4,2	0,3	0,8	1,3	2,3	2,1	2,2	3,7	3,8	3,5	-2,7	-3,4	-3,6
Frankreich	2,8	0,8	1,0	1,2	1,0	1,4	2,1	7,6	7,6	7,5	-5,4	-5,3	-4,8
Italien	2,1	0,6	0,7	0,9	1,7	1,8	2,1	6,2	5,8	5,6	-2,9	-2,6	-2,4
Spanien	1,6	2,8	2,2	2,4	2,7	2,3	2,4	10,6	10,0	9,5	-2,9	-2,6	-2,4
Anderes Westeuropa													
Großbritannien	3,3	1,3	0,7	1,6	3,4	2,2	2,0	4,8	5,3	4,9	-4,9	-3,8	-3,3
Schweiz	0,8	1,2	1,4	1,5	0,3	0,7	1,1	2,9	2,9	2,6	0,3	0,3	0,3
Schweden	0,5	1,3	2,0	2,0	0,9	1,5	1,9	8,7	8,4	7,7	-1,3	-1,0	-0,7
Osteuropa													
Russland	2,0	1,0	0,9	0,8	9,0	7,5	6,0	2,5	3,0	3,0	-2,7	-3,0	-2,5
Türkei	1,2	2,8	2,9	2,5	35,0	25,0	20,0	9,0	9,3	9,3	-4,0	-4,0	-4,0

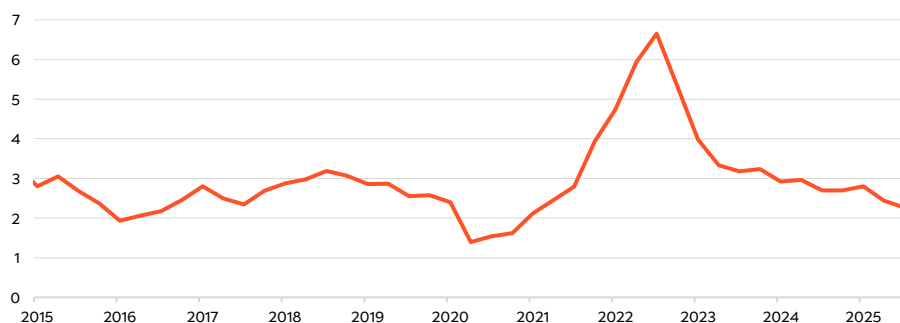
Deutsches BIP: kalenderbereinigt. Saldo im Staatshaushalt in % des BIP. Arbeitslosenquote: Harmonisierte Definition (ILO/Eurostat). Alle anderen Werte: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen. In der in Europa üblichen Maastricht-Definition für den Gesamtstaat würden die US-Defizite etwas höher ausfallen. Quelle: Berenberg

Für Wachstum in Europa spricht auch, dass der Kontinent den Energiepreisschock weitgehend überstanden hat. Der explosionsartige Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise im Zuge von Putins Großangriff auf die Ukraine hatte der europäischen Wirtschaft in 2022 und 2023 einen schweren Schock versetzt. Im Herbst 2022 musste die Eurozone 6,5 % ihrer Wirtschaftsleistung für die Einfuhr von sündhaft teuer gewordenen fossilen Energieträgern aufwenden. Das waren etwa vier Prozentpunkte mehr als im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019. Aber die hohen Preise haben ihre Wirkung nicht verfehlt. Sie haben Europa zum Energiesparen gezwungen. Da auch die Preise sich beim Erdgas wieder etwas und beim Öl

Europa zahlt weniger für Energie-einführen

weitgehend normalisiert haben, ist die Energieeinfuhrrechnung wieder auf ein normales Maß gesunken – Abbildung 1.

Abbildung 1: Energieeinfuhrrechnung der Eurozone: wieder ähnlich wie vor der Krise



Einfuhren von mineralischen Brennstoffen (Kohle, Öl, Gas) in die Eurozone als Prozent des Bruttoinlandsprodukts, Quartalsdaten. Quelle: Eurostat.

Dieser Erfolg hat allerdings auch eine Schattenseite. Europa hat seine fossile Energieeffizienz, also seine Wirtschaftsleistung pro verbrauchte Einheit an fossilen Energieträgern, auch dadurch gesteigert, dass der Ausstoß in energieintensiven Industrien wie der Chemie um mehr als 20 % zurückgegangen ist. Energie dürfte auf absehbare Zeit in den USA und den Golfstaaten günstiger bleiben als in Europa, das vorerst auf die Einfuhr von Flüssiggas angewiesen ist. Deshalb werden die Arbeitsplätze, die Deutschland und Europa in diesen Bereichen verloren haben, nicht zurückkehren. Vermutlich wird der Anpassungsprozess in diesen Industrien auch im Jahr 2026 weiter gehen.

Die Schattenseite des Erfolges

Ob die Eurozone trotz französischer Probleme und einer etwas nachlassenden Dynamik in Spanien 2026 wieder ein normales Wachstum von mindestens 1,2 % erreichen kann, wird vor allem davon abhängen, ob die deutsche Konjunktur langsam an Fahrt gewinnt. Außerhalb Deutschlands konnte die Wirtschaft der Eurozone im Jahr 2025 insgesamt um etwa 1,8 % wachsen, nahezu gleichauf mit den USA. Seinen Mickerzuwachs von knapp 0,3 % kann Deutschland zwar auch darauf zurückführen, dass Trumps Zolleskapaden und Chinas subventionierte Ausfuhrroffensive die deutsche Industrie besonders hart treffen. Aber noch mehr belasten hausgemachte Probleme das Land.

Normales Wachstum in Europa

Die Probleme sind bekannt. Dazu gehören eine überbordende Bürokratie, die mangelnde Digitalisierung, steigende Lohnnebenkosten sowie eine Regierung, die Vertrauen verspielt, indem sie sich erst lautstark zofft, bevor sie sich schließlich doch einigt. Bei Bürokratieabbau und Digitalisierung hat die Koalition sich viel vorgenommen. Bei den Lohnnebenkosten geht es in der unheiligen Allianz aus SPD (mehr Rente für alle) und CSU (Mütterrente) bisher in die falsche Richtung. Die Sozialbeiträge drohen 2026 auf 43 % zu steigen. Wie in den 1990er Jahren zwingt dies immer mehr Unternehmen zur Standortflucht. Trotz einer langsam anschwellenden Flut neuer Staatsausgaben zeichnet sich auch für 2026 nur ein kalenderbereinigtes Wachstum von 0,8 % ab. Sollte die Regierung allerdings im Jahr 2026 mit einer neuen Rentenreform und anderen Impulsen einige Weichen in die richtige Richtung stellen, könnte der Konjunkturmotor dann 2027 kräftiger anspringen. Wenn Bürger und Unternehmen Reformfortschritte spüren, dürften sie dann bereit sein, mehr für ihren privaten Verbrauch und für Investitionen auszugeben.

Bekommt die Koalition die hausgemachten Probleme in den Griff?

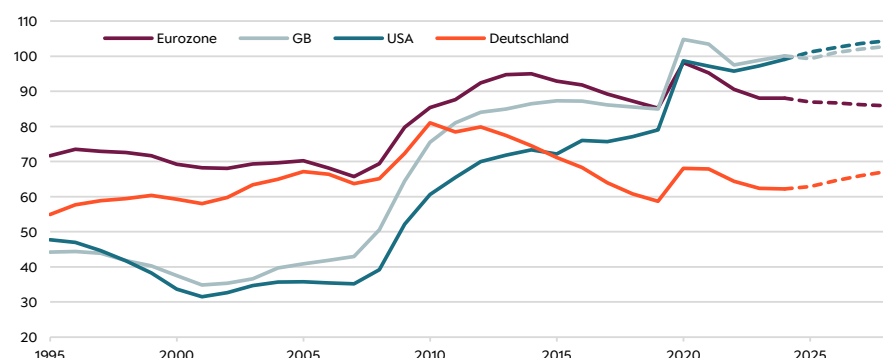
Angesichts eines demographisch bedingten Mangels an Arbeitskräften dürfte die Arbeitslosigkeit auf beiden Seiten des Atlantiks im Jahr 2026 nicht zu einem großen Problem werden. Bei weiterhin hoher Nachfrage nach Arbeitskräften im Dienstleistungssektor kann die Zahl der Arbeitslosen selbst in Deutschland im Herbst wieder leicht abnehmen, auch wenn die Lage im Verarbeitenden Gewerbe sich wahrscheinlich erst 2027 stabilisieren wird. Gerade in Europa begrenzen die alles in allem weiterhin robusten Arbeitsmärkte die Abwärtsrisiken für das Verbrauchervertrauen und den privaten Konsum.

Arbeitsmärkte weitgehend stabil

Wegen der in vielen Ländern weiterhin überdurchschnittlich steigenden Staatsausgaben für Rüstung und Investitionen sowie für Renten und andere Sozialleistungen werden die Fehlbeträge in den Staatshaushalten in Europa im Jahr 2026 wohl nur leicht zurückgehen. Allerdings bleiben die Defizite in Europa weit unter den Werten in den USA. Hohe Staatsschulden werden auf Dauer die Wirtschaft schwächen, vor allem in den USA, Frankreich und Großbritannien. Aber sofern diese Länder ihre Fehlbeträge im Staatshaushalt nicht noch weiter ausufern lassen oder ihre wirtschaftliche Leistungsfähigkeit durch eine fehlgeleitete Politik erheblich weiter schwächen, zeichnet sich vorerst noch keine Staatsschuldenkrise ab. Ein Blick auf die Höhe der staatlichen Schuldenberge in Abbildung 2 zeigt, dass Deutschland trotz der gelockerten Schuldenbremse weiterhin recht gut dasteht. Allerdings muss Deutschland seine Wachstumskräfte und damit seine künftig zu erwartenden Einnahmen an Steuern und Sozialbeiträgen stärken, um sich die auf Dauer zunehmenden Pensionslasten und Gesundheitskosten leisten zu können.

Staatsschulden werden auf Dauer zum Problem

Abbildung 2: Staatsschulden – die deutsche Ausnahme



Staatsschulden in % des Bruttoinlandsprodukts, gestrichelte Linien sind Berenberg-Prognosen. Quellen: Europäische Kommission, US Office of Management and Budget, Berenberg.

Nach einem Kursfeuerwerk an vielen Börsen im Jahr 2025 ist der Ausblick für das kommende Jahr verhalten. Der Welt drohen zwar weder eine echte Rezession noch hohe Inflation. Aber für mehr als eine normale Wachstumsrate dürfte es nicht reichen. Dieses Szenario haben die Märkte schon weitgehend eingepreist. Zudem dürfte der Spielraum für noch niedrigere Notenbankzinsen angesichts einiger langfristiger Inflationsrisiken geringer sein, als viele Anleger das derzeit erwarten. Auf Dauer werden ein demographisch bedingter Mangel an Arbeitskräften, höhere Zölle und übermäßige Staatsdefizite zu etwas mehr Inflation und damit auch zu höheren Zinsen beitragen. Technologische Fortschritte, die nicht auf den Bereich der künstlichen Intelligenz beschränkt sind, können die Bewertungen an den Märkten allerdings weiter stützen, auch wenn die Gefahr von zeitweiligen Rückschlägen erheblich ist.

Begrenztes Potenzial für Finanzmärkte

TEIL 3

Ein Blick auf die wichtigsten Risiken

1. Wirtschaftliche Risiken

(Dr. Holger Schmieding)

Die wesentlichen Risiken für unseren Ausblick ergeben sich aus den Annahmen, die unseren Vorhersagen zugrunde liegen. Sollte beispielsweise die Inflation bereits im Jahr 2026 wieder spürbar anziehen, könnten die Notenbanken die Konjunktur weniger stützen als erwartet. In Europa halten wir dieses Risiko für sehr gering. In Großbritannien wird die Bank of England (BoE) ihren Leitzins sogar weiter senken können. In der Eurozone kann die Europäische Zentralbank angesichts einer Inflation von etwa 2 % bei ihrem Einlagensatz von ebenfalls 2 % bleiben. In den USA ist aber nicht ausgeschlossen, dass Trump mit Zöllen und einem harten Vorgehen gegen Einwanderer die Inflation weiter anheizen und die Federal Reserve damit im Extremfall sogar dazu zwingen könnte, ihren Leitzins wieder anzuheben. Unwahrscheinlich, aber nicht unmöglich.

Wir rechnen damit, dass Trump angesichts der weiterhin hohen Inflation in den USA davor zurückschrecken wird, bei Zöllen noch einmal wesentlich draufzusatteln. Schließlich können die Klagen der Bürger über hohe Preise seinen Republikanern bei den Zwischenwahlen zum Kongress am 3. November 2026 ihre Mehrheit im Abgeordnetenhaus kosten. Denn die Demokraten hatten die Wahlen 2024 ja unter anderem deshalb verloren, weil die Verbraucher sie für den Preisanstieg nach der Pandemie verantwortlich gemacht hatten. Laut Umfragen lasten die Bürger die hohen und steigenden Preise aber mittlerweile Trump an. Dennoch besteht weiterhin das Risiko, dass Trump die Zölle weiter erhöht oder zumindest bei seinem erratischen Hin und Her bleibt. Die große Unsicherheit, die er so erzeugt, könnte das Geschäftsvertrauen und die Investitionen auf beiden Seiten des Atlantiks belasten.

Künstliche Intelligenz (KI) ist eine Technologie, die zusammen mit Robotik die Welt verändern kann und wird. Ebenso wie bei früheren technologischen Durchbrüchen heißt das aber nicht, dass alle Wetten so schnell aufgehen, wie die technologienahen Enthusiasten es erwarten. Im Jahr 2025 haben Investitionen in das Erzeugen von künstlicher Intelligenz etwa ein Drittel zum US-Wachstum von rund 2 % beigetragen. Die Ausgabenfreude reicher Aktienbesitzer treibt zudem den privaten Verbrauch. Mehr als alles andere haben KI-Hoffnungen viele Börsen zu neuen Höchstständen getrieben.

Eine scharfe Korrektur an den Aktienmärkten insbesondere für KI-Werte könnte die US-Konjunktur hart treffen, sofern Unternehmen dann ihre derzeit hohen Investitionen in KI zurückstellen und Verbraucher angesichts der Verluste in ihren Portfolios ihre Ausgaben einschränken. Probleme von Schattenbanken, die sich stark in der Finanzierung von KI engagiert haben, könnten dazukommen. In diesem Fall könnten wir eine US-Rezession nicht ausschließen, die auch andere Länder einschließlich Europas in Mitleidenschaft ziehen würde. Allerdings halten wir eine schwere oder lange US-Rezession für unwahrscheinlich. Denn sollten sich solche Probleme abzeichnen, würde die US-Fed wahrscheinlich sofort mit großen Liquiditätsspritzen und Niedrigzinsen dagegen angehen.

Trump = mehr Inflation

Zölle: Hat Trump etwas dazugelernt?

Platzt eine KI-Blase?

US-Fed würde auf Rezessionsgefahren schnell reagieren

2. Politische Risiken

Vor knapp vier Jahren hat Russlands brutaler Angriff auf die Ukraine gezeigt, wie sehr geopolitische Risiken die Welt treffen können. Während wir dies schreiben, laufen offenbar erstmals ernsthafte Verhandlungen über einen möglichen Waffenstillstand. Dies wirft zwei Fragen auf: Könnte der Krieg tatsächlich enden – und könnte ein Waffenstillstand auf Kosten der Ukraine und Europas gehen?

In ihrem Abwehrkampf fügt die Ukraine der russischen Militärmaschine weiterhin hohe Verluste zu. Die russische Wirtschaft schwächelt, die Öleinnahmen gehen zurück. Vermutlich wird Russland einen Krieg der jetzigen Intensität keine zwei Jahre mehr führen können. Damit Putin einem Waffenstillstand jetzt zustimmt und/oder die Ukraine lange genug durchhalten kann, braucht Kiew viel westliche Hilfe. Auch wenn Europa seinen Beitrag endlich kräftig vergrößert, geht es bei Luftabwehr, Satellitenkommunikation und Geheimdienstinformationen nicht ohne die USA. Sollte Trump diese Hilfen einstellen, könnte er damit einem russischen Sieg im Zermürbungskrieg oder einem Diktatfrieden zugunsten Putins den Weg bereiten. Dies könnte das politische Gefüge Europas erschüttern sowie das Geschäftsklima und das Verbrauchervertrauen belasten. Es würde Europa zu noch höheren Verteidigungsausgaben zwingen und wahrscheinlich neue Flüchtlingsströme auslösen.

Andererseits gibt es durchaus eine Chance, dass Trump den russischen Präsidenten Wladimir Putin dazu zwingt, den Krieg zu Bedingungen einzufrieren, die die Ukraine akzeptieren kann. Er könnte Öl-Sanktionen verschärfen und der Ukraine schlagkräftigere Waffen schicken. Ein verlässlicher Waffenstillstand müsste mit klaren Sicherheitsgarantien einhergehen. Europäische Soldaten in der Ukraine könnten dazu beitragen, Putin von einem neuen Angriff abzuschrecken. Ein für die Ukraine akzeptables Ende des Krieges könnte das Verbrauchervertrauen und das Geschäftsklima in Europa stützen. Der Wiederaufbau der Ukraine wäre zudem eine Chance für viele Unternehmen. Dies würde sich leicht positiv auf die Euro-Konjunktur auswirken.

Möglich ist allerdings auch, dass der Konflikt auch im Jahr 2026 nicht endet, weil wie bisher keine Seite einen entscheidenden Vorteil auf dem Schlachtfeld erringt. Dies wäre der Fall, wenn der Westen die Ukraine zwar so unterstützt, dass sie weiterkämpfen kann, aber eben nicht so, dass Putin seinen Angriff beenden müsste.

Zu den Risiken gehören auch Chinas immer lauter vorgetragene Drohungen gegen Taiwan. Sollte Peking diesen Worten Taten folgen lassen, könnte dies die Welt in Turbulenzen stürzen. Eigentlich kann sich das in weiten Teilen immer noch arme China keinen großen Konflikt mit der Supermacht USA leisten. Aber die Konzentration der Macht in den Händen eines „roten Kaisers“ mit unbegrenzter Amtszeit birgt große Risiken. Denn Einzelherrscher, denen niemand mehr zu widersprechen wagt, neigen zu Fehlern. Auch wenn Chinas Militär wohl erst in einigen Jahren in der Lage sein dürfte, Taiwan anzugreifen, müssen wir dieses Risiko auf Dauer ernst nehmen. China droht zudem mit einer Blockade Taiwans. Wenn der Westen allerdings der Ukraine so beisteht, dass Putin geschwächt statt gestärkt aus dem Konflikt hervorgeht, könnte dies dazu beitragen, Peking von einem Angriff auf Taiwan abzuhalten.

Dazu kommen weitere politische Risiken gerade in Europa. Nach ihrem Stolperstart könnte sich die deutsche Koalition aus CDU/CSU und SPD als anfällig für weitere Krisen erweisen. In Frankreich könnten vorgezogene Neuwahlen zum Parlament die Populisten von rechts und links weiter stärken, wenn sich die Parteien der linken und rechten Mitte nicht auf einen Staatshaushalt für 2026 einigen können.

Im Schatten der Geopolitik

Stellt Trump die Hilfen für die Ukraine ein?

Ein für die Ukraine akzeptables Ende des Konfliktes wäre ein Plus für Europa

Zu wenig Hilfe aus dem Westen könnte den Krieg verlängern

Droht China mit einer Blockade oder gar Invasion Taiwans?

Politische Wirren in Frankreich? Oder sogar in Deutschland?

TEIL 4

Im Fokus

1. Klingbeils Wahl

(Dr. Holger Schmieding)

Deutschland braucht den Reformschub. Und zwar bald. Wenn sich die Koalition aus Union und SPD nicht zur Wirtschaftswende durchringen kann, könnte das Land im Herzen Europas nach den nächsten Bundestagswahlen Anfang 2029 in weit größere Schwierigkeiten geraten. Denn wenn die Parteien der demokratischen Mitte nicht die notwendigen Reformen schaffen, um diesen Trend zu brechen, könnten sie 2029 ihre Mehrheit im Bundestag verlieren. Darüber hinaus wird es aufgrund des zunehmenden Anteils älterer Wähler mit der Zeit immer schwieriger werden, die steigenden Kosten für Renten, Gesundheitsversorgung und Altenpflege in den Griff zu bekommen. Es ist besser, jetzt zu handeln.

Mit dem Lockern der Schuldenbremse im März dieses Jahres hat sich Deutschland den nötigen Spielraum verschafft, um seine Verteidigung zu stärken und seine marode Infrastruktur zu sanieren. Das war ein guter Anfang. Die entscheidende Frage ist jedoch, ob sich die Regierung auch zu energischen angebotsorientierten Reformen durchringen kann. Nur so kann sie das Wachstumspotenzial des Landes so weit steigern, dass es den Herausforderungen einer alternden Gesellschaft in einer geopolitisch instabilen Welt gerecht werden kann.

Um zu beurteilen, ob Deutschland die Wende schaffen kann, richten die meisten Beobachter ihr Augenmerk auf Bundeskanzler Friedrich Merz. Ebenso wie große Teile der CDU/CSU will er durchgreifende Reformen. Dafür muss er sich jedoch mit seinem Koalitionspartner SPD einigen. Werden die SPD-Vorsitzenden Vizekanzler Lars Klingbeil und Arbeitsministerin Bärbel Bas die notwendigen Reformen verwässern oder sogar blockieren – oder werden sie die SPD dazu bewegen, die zunächst teils schmerzhaften Änderungen mitzutragen, die Deutschland braucht? Das ist ihre Wahl. Sie könnten Geschichte schreiben, wenn sie mit Merz den notwendigen Reformschub durchsetzen. Als Finanzminister (und Vizekanzler) kommt Klingbeil dabei eine Schlüsselrolle zu.

Anders als ihre erfolgreichere dänische Schwesterpartei hat die deutsche SPD noch nicht ganz erkannt, dass ein großzügiger Sozialstaat nur funktionieren kann, wenn die Anreize zur Arbeit stimmen und strenge Kontrollen Missbrauch und Masseneinwanderung in das Sozialsystem verhindern. Teilweise ist die SPD offenbar bereit, ihren Kurs zu ändern, um verlorene Wähler zurückzugewinnen. Auch aus Angst, die Unterstützung der Arbeitnehmer noch weiter zu verlieren, hat die SPD auf Bundesebene widerstrebend einer strikteren Einwanderungspolitik zugestimmt. Als Arbeitsministerin zeichnet Bas zudem mitverantwortlich für den Ersatz des Bürgergeldes durch eine Grundsicherung mit mehr Sanktionen für arbeitsfähige Empfänger, die keine Arbeit annehmen wollen. Dazu kommen härtere Maßnahmen gegen kriminelle Banden, die Einwanderer mit gefälschten Angaben gezielt ins Sozialsystem schleusen.

Deutschland braucht den Reformschub

Mehr Spielraum für Ausgaben allein reicht nicht

Auf die SPD kommt es an

Eine pragmatischere SPD?

In vielen Punkten ist die Regierung Merz/Klingbeil auf dem richtigen Weg. So gibt Deutschland mehr für seine Verteidigung aus. Öffentliche Investitionen sollen steigen. Die Sonderabschreibung von 30 % kann Unternehmen dazu anregen, Investitionen vorzuziehen. Der „Bauturbo“ erleichtert es den Kommunen, Flächen für den Wohnungsbau auszuweisen. Einwände gegen Infrastrukturprojekte können schneller abgewiesen werden. Die Aktivrente kommt.

Teilweise auf dem richtigen Weg

Das kann jedoch nur der Anfang sein. In einer alternden Gesellschaft sind die Renten- und Altenpflegesysteme sowie das Gesundheitswesen von zentraler Bedeutung. Neben umfangreichen staatlichen Subventionen der Renten werden diese Systeme durch Sozialversicherungsbeiträge finanziert, die zu etwa gleichen Teilen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern gezahlt werden. Wie in den 1990er Jahren schränken steigende Lohnnebenkosten (derzeit über 42 % des Lohnes nach 39 % im Jahr 2020) die Kaufkraft der Arbeitnehmer ein und erhöhen die Arbeitskosten der Unternehmen. Ebenso wie hohe Energiekosten und übermäßige Bürokratie sind die Lohnnebenkosten ein Hauptgrund dafür, dass viele Unternehmen lieber im Ausland als im Inland investieren und Arbeitsplätze schaffen.

Die großen Baustellen: Rente, Pflege und Gesundheit

Um die Lohnnebenkosten in den Griff zu bekommen, muss Deutschland seine Sozialversicherungen neu denken. So oder so wird es Abstriche geben. Entweder finden Regierung und Gesellschaft die Kraft, liebgewonnene Ansprüche einzuschränken. Oder die ansonsten mangelnde Wachstumsdynamik wird von sich aus dafür sorgen, dass Löhne und damit auch die Renten und andere Sozialleistungen auf Dauer weit weniger steigen werden, als es nach wachstumsfördernden Reformen der Fall wäre.

Sozialversicherungen auf ihren sozialen Kern ausrichten

Es geht künftig mehr um die Vorsorge gegen Risiken und eine gute Grundsicherung als um hohe Ansprüche für alle, die eingezahlt haben. Das Beispiel der Rentenversicherung mag dies verdeutlichen. Sie ist derzeit ungerecht. Die typischen Malocher haben eine vergleichsweise geringe Lebenserwartung. Dagegen bekommen die eher langlebigen Akademiker und Angestellten, die oftmals erst nach dem Studium Beiträge eingezahlt haben, ihre zumeist höhere Rente für wesentlich mehr Jahre. Diese Schieflage ließe sich sozialverträglich korrigieren. Wer die gesetzliche Altersgrenze erreicht, ohne bereits 45 Beitragsjahre aufzuweisen hat, sollte für jedes fehlende Beitragsjahr etwas höhere Abschläge als bisher in Kauf nehmen müssen. Die Einstiegsrente kann durchaus bei großzügigen 48 % des Standardlohnes festgeschrieben werden. Aber danach sollte die Rente nur noch mit den Lebenshaltungskosten und nicht mehr mit den zumeist höheren Löhnen steigen. Vor allem langlebige Besserverdiener würden dann auf Dauer weniger gut abschneiden.

Hohe Ansprüche für alle sind auf Dauer nicht finanzierbar

Die Union ist der SPD bei der Schuldenbremse weit entgegengekommen. Bei der Erbschaftsteuer hat sie vielleicht ebenfalls etwas Spielraum. Aber jetzt kommt es vor allem auf die SPD an. Um Deutschland fit für die Zukunft zu machen, braucht es mehr wachstumsfördernde Reformen. In der alternden Gesellschaft tickt die Uhr. Wenn diese Regierung keine hinreichenden Ergebnisse liefert, wird eine neue Regierung nach den Wahlen 2029 vor einer noch weit schwierigeren Aufgabe stehen – möglicherweise in einer Situation, in der die populistischen Protestparteien noch stärker sind als heute. Lars Klingbeil und Bärbel Bas: Es liegt an Ihnen, dies zu verhindern. Sie haben die Wahl. Ihre Entscheidung für oder gegen einen Reformschub jetzt könnte den Ausschlag für die Zukunft Deutschlands geben.

In der alternden Gesellschaft tickt die Uhr

2. Stablecoins – Brücke zwischen Krypto und traditioneller Finanzwelt

(Dr. Felix Schmidt)

Stablecoins sind auf der Blockchain-Technologie basierende digitale Token, die darauf ausgelegt sind, einen stabilen Wert im Verhältnis zu einem Referenzwert – beispielsweise einer staatlichen Währung – aufrechtzuerhalten. Dies unterscheidet Stablecoins von Bitcoin und anderen Kryptowährungen, deren Wert je nach Angebot und Nachfrage schwankt. Derzeit haben Stablecoins eine Gesamtmarktkapitalisierung von knapp 320 Milliarden US-Dollar. Etwa 99 % davon sind an den US-Dollar gekoppelt, der Rest an andere Währungen oder Rohstoffe wie Gold.

Es gibt im Wesentlichen drei Arten von Stablecoins: Geld-besicherte, Krypto-besicherte und nicht besicherte (algorithmische) Stablecoins. Bei einem Geld-besicherten US-Stablecoin ist beispielsweise jeder Token durch einen echten Dollar gedeckt. Bei den kryptobesicherten Stablecoins sind die Token durch andere Kryptowährungen, wie beispielsweise Bitcoin oder Ethereum, gesichert. Bei den algorithmischen Stablecoins wird das Angebot der Token durch einen Algorithmus an die Nachfrage angepasst. Insbesondere diese Stablecoins haben sich in der Vergangenheit jedoch als sehr instabil erwiesen. So führte beispielsweise im Mai 2022 ein Ausverkauf des algorithmischen Stablecoins TerraUSD dazu, dass dessen Kurs einbrach. Die durch echte Währungen besicherten Stablecoins sind daher deutlich gefragter. Sie machen etwa 87 % des gesamten Angebots aus.

Die reservegestützten Stablecoins werden von Privatunternehmen ausgegeben, die das Monopol besitzen, ihre eigenen Token zu prägen. Die Unternehmen garantieren ihren Kunden, dass sie die Token jederzeit gegen den Referenzwert eintauschen können. Stablecoins bilden eine Brücke zwischen dem traditionellen Finanzwesen und der Krypto-Welt. Sie dienen als eine Art Anker für die ansonsten sehr volatile Krypto-Welt.

Stablecoins zielen darauf ab, eine Währung eins zu eins abzubilden. Im Gegensatz zum normalen Zentralbankgeld werden diese digitalen Token jedoch dezentral und außerhalb des Bankensystems über das Internet von einer Person zur anderen übertragen. Sie ermöglichen so einen globalen, indirekten Zugang zu stabilen Weltwährungen. Sie sind daher insbesondere für Personen aus Ländern mit hoher Inflation, schwachen oder volatilen Währungen, instabilen Banken oder Kapitalkontrollen interessant. In einer im Jahr 2024 von Visa unter Nutzern von Kryptowährungen in Brasilien, der Türkei, Nigeria, Indien und Indonesien durchgeführten Umfrage gaben 47 % der Befragten an, Stablecoins zu nutzen, um Ersparnisse in der stabilen Währung US-Dollar aufzubauen. Zudem werden Stablecoins zunehmend für Rücküberweisungen von Ausländern an Verwandte in ihren Herkunftsländern genutzt, da der Transfer schneller und kostengünstiger erfolgt als mit traditionellen Alternativen. Aufgrund ihrer einfachen Handhabung und anonymen Weitergabe sind Stablecoins auch für kriminelle Vereinigungen interessant.

Der US-Dollar-basierte Tether ist der größte und älteste Stablecoin der Welt. Die Kryptowährung aus dem Jahr 2014 hat eine Marktkapitalisierung von knapp 190 Milliarden US-Dollar erreicht. Privatunternehmen, die US-Stablecoins wie Tether anbieten, erschaffen einen Token für jeden Dollar, den sie erhalten, und versprechen, diesen mit liquiden Vermögenswerten, häufig in Form von kurzlaufenden Staatsanleihen, zu decken. Laut Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) beliefen sich die Bestände an kurzlaufenden US-Staatsanleihen

Großteil der Stablecoins ist an den US-Dollar gekoppelt

Stablecoins, die an eine klassische Währung gekoppelt sind, dominieren

Stablecoins fungieren in der Krypto-Welt als Anker

Stablecoins sind insbesondere für Personen aus Ländern mit schwachen Währungen interessant

Stablecoin-Anbieter halten US-Staatsanleihen in Höhe von 200 Milliarden US-Dollar

der Stablecoin-Anbieter auf 200 Milliarden US-Dollar. Damit übertrafen sie die Bestände großer Auslandsinvestoren wie China oder die Schweiz.

Stablecoins ermöglichen es Anlegern aus aller Welt, indirekt Hartwährungen zu erwerben. Da nahezu alle Stablecoins an den US-Dollar gekoppelt sind, erhöht sich dadurch die Nachfrage nach dem Greenback sowie nach kurzfristigen US-Staatsanleihen zur Deckung der Stablecoins. Im Vergleich zum 29 Billionen US-Dollar schweren Markt für US-Staatsanleihen ist der Markt für Stablecoins mit 320 Milliarden US-Dollar noch winzig. Seit Anfang 2024 hat sich das Volumen aber mehr als verdoppelt. Wenn dies durch Personen und Institutionen außerhalb der USA getrieben wird, stützt dies tendenziell den US-Dollar und übt einen gewissen Abwärtsdruck auf die Rendite kurzlaufender Staatsanleihen aus. Deshalb möchte die US-Regierung die Verbreitung von Stablecoins mittels neuer Gesetze forcieren. Wenn US-Anleger jedoch lediglich ihre Dollar-Bankeinlagen in Stablecoins und somit indirekt in Staatsanleihen umschichten, könnte dies unbeabsichtigt das Kreditangebot in den USA verringern. Ein Dollarfluss von Banken zu Stablecoin-Emittenten würde zudem die Fähigkeit der Banken einschränken, Anleihen zu halten.

Bisher ist der Effekt von Stablecoins auf den US-Staatsanleihenmarkt noch überschaubar

Der wachsende Markt für Stablecoins birgt allerdings auch Risiken. Wenn viele Anleger gleichzeitig versuchen, ihre Stablecoins einzulösen, muss der Emittent innerhalb kurzer Zeit schnell eine große Menge des Reservevermögens verkaufen. Bei Staatsanleihen kann es nötig werden, diese unter ihrem Einkaufswert zu verkaufen. Dadurch können Stablecoins unter ihren Nennwert fallen. Wenn dann noch weitere Investoren das Vertrauen verlieren, kommt es zu einer sich verstärkenden Abwärtsspirale. Je mehr der Markt für Stablecoins wächst, desto größer werden auch die Risiken für das Finanzsystem. Derzeit versuchen die USA daher mit dem sogenannten „Genius Act“ einen rechtlichen Rahmen für Stablecoins zu schaffen. Anbieter von Stablecoins werden verpflichtet, diese vollständig mit liquiden Mitteln wie Bargeld oder kurzfristigen US-Staatsanleihen zu hinterlegen. Zudem muss die Zusammensetzung dieser Reserven jeden Monat offengelegt werden. Diese Maßnahmen verringern die Gefahr für das Finanzsystem, ein Restrisiko bleibt aber bestehen.

Auch bei Stablecoins gibt es Risiken

Die Europäische Union hat sich hingegen für eine ganzheitlichere Regulierung entschieden. Die Ende 2024 in Kraft getretene Verordnung „Markets in Crypto-Assets“ (MiCA) bietet Rechtssicherheit für alle Kryptowerte einschließlich der Stablecoins. Bezüglich Stablecoins schreibt das Gesetz vor, dass Emittenten ihren Sitz in der Europäischen Union haben, Rücklagen im Verhältnis 1:1 halten und die Reserven alle sechs Monate unabhängig prüfen lassen müssen. Damit Stablecoins nur als Tausch- und nicht als Wertaufbewahrungsmittel verwendet werden, dürfen keine Zinsen gezahlt werden. Die Ausgabe neuer Token muss eingestellt werden, sobald die Gefahr besteht, dass ein Stablecoin zu einem anerkannten Zahlungsmittel wird. Mit einem Gesamtvolumen von etwa 600 Millionen Euro ist der Markt für Euro-Stablecoins daher auch sehr überschaubar. Euro-Token machen nur 0,2 % aller Stablecoins aus.

Markt für Euro-Stablecoins ist sehr gering

Insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) möchte jegliche Konkurrenz zum Euro als gesetzliches Zahlungsmittel unterbinden. Um eine wettbewerbsfähige Alternative zu Stablecoins anzubieten, wurde laut Medienberichten die Entwicklung des digitalen Euros zuletzt forciert. Im Gegensatz zu den privaten Stablecoins wird der digitale Euro direkt von der EZB stammen. Zudem soll die digitale Alternative zum Bargeld nur Bürgern aus dem Euroraum zugänglich gemacht werden. Wie so oft beschreitet Europa im Vergleich zu den Vereinigten Staaten einen weniger innovativen, aber dafür risikoärmeren Weg.

EZB setzt auf den digitalen Euro

TEIL 5

Ausgewählte Regionen

(Dr. Holger Schmieding und Dr. Felix Schmidt)

Trumps Politik: ein schleichendes Gift für die US-Wirtschaft

Während Präsident Trump seinen Umbau des Landes fortsetzt, macht sich seine Politik zunehmend auch in der Wirtschaft bemerkbar. Höhere Einfuhrzölle und eine strikte Migrationspolitik lassen die Inflation steigen und schwächen das Trendwachstum. Auch das Aushöhlen der Institutionen untergräbt die Attraktivität des Standorts USA. Wir rechnen deshalb damit, dass das Trendwachstum, das in der Vergangenheit bei etwa 2 % lag, auf 1,5 % sinken wird.

Die US-Wirtschaft zeigt sich jedoch bisher noch von einer halbwegs robusten Seite, auch unterstützt durch den Boom im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI). Ein erheblicher Teil der Investitionen der großen US-Techunternehmen im Jahr 2025 in Höhe von rund 1 % des Bruttoinlandsprodukts floss in den Bereich der KI. Dazu gehören vor allem Rechenzentren sowie die Energieerzeugung, der Ausbau der Stromnetze sowie weitere Kapazitäten für die Herstellung von Computerchips, die im Bereich der KI zum Einsatz kommen. Auch in den kommenden Jahren werden die Investitionen in diesen Bereichen weitergehen, wobei die Wachstumsraten aber mit der Zeit voraussichtlich etwas nachlassen werden.

Der KI-Boom macht sich nicht nur bei den Investitionen, sondern auch an den Aktienmärkten positiv bemerkbar. Hiervon profitieren wiederum auch Konsumenten, die in den USA weit mehr in Aktien investieren als in Europa. Vor allem die reicheren Haushalte konnten im Jahr 2025 erhebliche Vermögensgewinne durch steigende Kurse erzielen. Dies stützt die Konsumausgaben, die in den USA für 70 % des BIPs stehen und zu 50 % von Verbrauchern aus den oberen 10 % der Einkommensverteilung getätigt werden. Nachdem Technologieaktien im Jahr 2025 stark gestiegen sind, könnte es 2026 zu einer gewissen Abkühlung kommen, die voraussichtlich auch den Konsum etwas dämpfen würde.

Die US-Regierung gibt derweil weiterhin viel Geld aus. Entgegen allen Wahlversprechen steigt auch unter Präsident Trump die Verschuldung rasant an. Zwar erzeugen die von der neuen US-Regierung stark erhöhten Zölle jährliche Einnahmen von etwa 300 Milliarden US-Dollar. Diese Summe wird jedoch voraussichtlich nicht einmal ausreichen, um die Mindereinnahmen durch die im Sommer 2025 von Trump eingeführten Steuersenkungen auszugleichen. Das Haushaltsdefizit wird daher auch im Jahr 2026 und darüber hinaus 6 % der Wirtschaftskraft überschreiten. Lag die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP Anfang 2008 noch bei 35 %, so ist sie bis heute auf rund 100 % in die Höhe geschnellt.¹ Das unabhängige Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) rechnet derzeit damit, dass der staatliche Schuldenberg bis 2035 auf 122 % anschwellen wird.

Donald Trump krepelt Gesellschaft und Wirtschaft um

KI-Boom kommt für Trump zur rechten Zeit

Konsumenten profitieren von steigenden Aktienmärkten

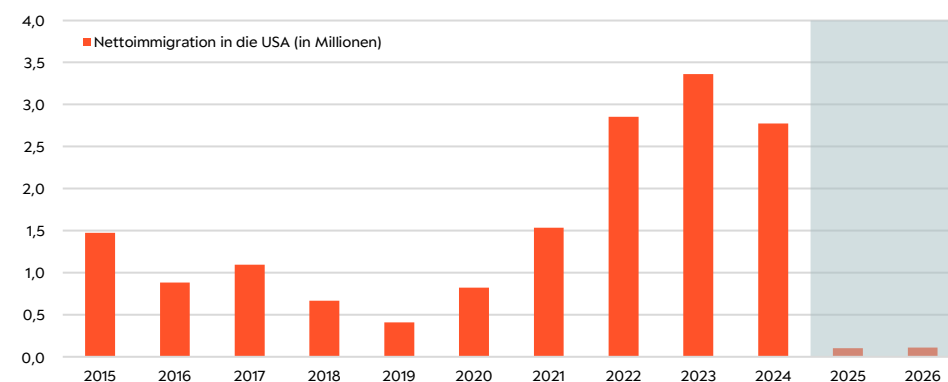
US-Staatsverschuldung steigt weiter rapide an

¹ Die Schulden, die der amerikanische Staat bei sich selbst hat, sind hier nicht berücksichtigt, beispielsweise die Schulden der Regierung bei der eigenen Rentenversicherung. Inklusive dieser innerstaatlichen Schulden liegt die Staatsverschuldung bei rund 120 %.

Die unter Trump stark angestiegenen Einfuhrzölle führen zwar zu Einnahmen für die Regierung. Die Kosten werden aber zunehmend an die Konsumenten weitergegeben. Die Zölle wirken daher wie eine Art Steuer. Bei vielen aus dem Ausland eingeführten Waren müssen aufgrund der Einfuhrabgaben die Preise für die Kunden erhöht werden, was sich in einem anhaltenden Inflationsdruck niederschlägt. Noch tiefer greift Trump mit seiner äußerst restriktiven Migrationspolitik in die US-Wirtschaft ein. Während er versucht, die Grenzen dicht zu machen, werden zeitgleich viele Migranten des Landes verwiesen. Die Nettozuwanderung ist in der Summe auf nahezu Null abgesunken – Abbildung 3. Der Zustrom an günstigen Arbeitskräften war in der Vergangenheit einer der Wachstumsmotoren für die US-Wirtschaft – dieser fällt nun weg. Das geringere Arbeitsangebot führt zu mehr Wettbewerb unter den Firmen um die verbleibenden Arbeitskräfte. Die Folge sind insbesondere im arbeitsintensiven Dienstleistungssektor höhere Löhne und infolgedessen höhere Preise. Sowohl die Zölle als auch die restriktive Migrationspolitik werden daher den Inflationsdruck in den USA auch im Jahr 2026 hochhalten.

Zölle und Migrationspolitik belasten das Trendwachstum und lassen die Inflation steigen

Abbildung 3: Zuwanderung als US-Wachstumsmotor kommt zum Erliegen



Grau: Berenberg Prognose. Quellen: Congressional Budget Office, Berechnungen von Berenberg.

Der US-Arbeitsmarkt hat sich zuletzt etwas abgekühlt. Die Arbeitslosenquote, die Anfang 2025 noch bei niedrigen 4 % lag, notiert mittlerweile bei 4,6 %. Die US-Konjunktur schafft deutlich weniger Stellen als noch vor einem Jahr. Gleichzeitig ist jedoch durch die fehlende Einwanderung das Arbeitsangebot ebenfalls erheblich zurückgegangen ist. Das Verhältnis von offenen Stellen zu arbeitslosen Personen verharrt daher bereits seit März 2025 bei 1:1. Insgesamt hat sich die Dynamik am US-Arbeitsmarkt verringert, ein Einbruch ist jedoch nicht zu beobachten.

Der US-Arbeitsmarkt kühlt sich ab

Insgesamt ergibt sich für die Federal Reserve (Fed) eine schwierige Lage: Einerseits verlangt der sich abkühlende Arbeitsmarkt nach konjunkturstützenden Zinssenkungen, andererseits heizen die US-Zölle und die restriktive Migrationspolitik unter Trump die Inflation an. Dies würde eigentlich eine strikte Geldpolitik erforderlich machen. Zuletzt überwogen die Sorgen um den Arbeitsmarkt, sodass die Fed im Dezember die Leitzinsspanne zum dritten Mal im Jahr 2025 um 0,25 Prozentpunkte auf jetzt 3,5 bis 3,75 % gesenkt hat. Der anhaltende Inflationsdruck wird aber voraussichtlich dazu führen, dass die Fed zumindest temporär von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik Abstand nimmt. Wir rechnen bis zum Sommer 2026 lediglich mit einer weiteren Leitzinssenkung der Fed, welche die Leitzinsspanne auf ein Niveau von 3,25 bis 3,5 % bringen würde. Weitere Schritte sind allerdings möglich.

Fed befindet sich in einer schwierigen Lage

Jerome Powells Amtszeit als Fed-Präsident endet im Mai 2026. Möglicherweise will Präsident Trump Kevin Hassett als Powells Nachfolger nominieren. Hassett ist seit Anfang 2024 Direktor des National Economic Council, eines wirtschaftspolitischen Gremiums, das eng an den Präsidenten angebunden ist. Durch die Ernennung von Hassett oder eines anderen Kandidaten seiner Wahl erhofft sich Trump mehr Einfluss auf die US-Geldpolitik und niedrigere Zinsen. Doch die Vergangenheit hat gezeigt, dass Fed-Präsidenten nach ihrer Ernennung unabhängiger handeln als zuvor erwartet. Man darf nicht vergessen, dass auch Powell 2018 von Trump ernannt wurde. Zudem entscheiden die zwölf stimmberechtigten Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) demokratisch mit einfacher Mehrheit über die Geldpolitik. Die Stimme des Fed-Präsidenten ist hier genauso viel wert wie die Stimme jedes anderen Gouverneurs. Mit einer extremen Kehrtwende in der Geldpolitik ist daher auch unter einem neuen Vorsitzenden nicht zu rechnen. Sollte der Markt jedoch ernsthafte Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed bekommen, könnte dies den US-Dollar erheblich schwächen und zu steigenden Renditen bei US-Staatsanleihen führen.

China versucht sich aus der Krise zu exportieren

Auch vier Jahre nach dem Platzen der Immobilienblase ist die chinesische Gesellschaft noch immer verunsichert. Dies belastet den privaten Verbrauch und die Investitionen der Privatwirtschaft. Die Regierung versucht, mit fiskal- und geldpolitischen Stimuli gegenzusteuern. Während die heimische Nachfrage weiterhin schwach ist, will Beijing bei den Exporten mit hohen Ausgaben Weltmarktanteile kaufen. Dies stützt zwar die Konjunktur, doch ein deutlicher Aufschwung ist nicht zu erkennen. Auch für die kommenden Jahre rechnen wir mit für chinesische Verhältnisse niedrigen Wachstumsraten, die sich langsam Richtung 4 % bewegen.

Der chinesische Immobiliensektor hat sich bis heute nicht von der geplatzten Blase erholt. In den vergangenen Jahren verloren viele chinesische Konsumenten nicht nur das Vertrauen in die Branche, sondern auch einen Teil ihrer Ersparnisse. Schließlich ist ein Drittel des Vermögens chinesischer Haushalte in Immobilien gebunden. Häuser und Wohnungen dienen nicht nur als Wertanlage, sondern auch als Altersvorsorge. Die anhaltende Verunsicherung und die pessimistischen Zukunftsaussichten der Verbraucher führen zu einer Schwäche der heimischen Nachfrage.

Peking versucht, der Wirtschaftsschwäche mit fiskal- und geldpolitischen Stimuli entgegenzuwirken. Ein großer Teil dieser Maßnahmen zielt nach wie vor darauf ab, die Konjunktur wie in der Vergangenheit durch Kredit- und Investitionsprogramme anzukurbeln. Dies erscheint jedoch immer weniger zielführend. Beijing möchte zudem Blasen im Immobiliensektor und am Aktienmarkt vermeiden, wie man sie in der Vergangenheit gesehen hat. Auch im Infrastrukturbereich scheinen zusätzliche Ausgaben immer weniger Mehrwert zu schaffen. Die chinesische Regierung hat daher zaghaft damit begonnen, die heimischen Konsumenten auch direkt zu unterstützen. Beispielsweise durch Tauschprogramme, bei denen alte Elektrogeräte gegen neue ausgetauscht werden können und die Regierung einen Teil des Neupreises bezuschusst. Darüber hinaus wurde das Kindergeld ausgeweitet, um nicht nur den Konsum zu stärken, sondern auch Anreize zu schaffen, mehr Nachwuchs zu bekommen, und somit dem demografischen Wandel entgegenzuwirken.

Trump weitet seinen Einfluss auf die Zentralbank Schritt für Schritt aus

Peking stützt die chinesische Wirtschaft, ein Aufschwung ist jedoch nicht in Sicht

Binnennachfrage weiterhin schwach

Konsumenten werden nur zaghaft unterstützt

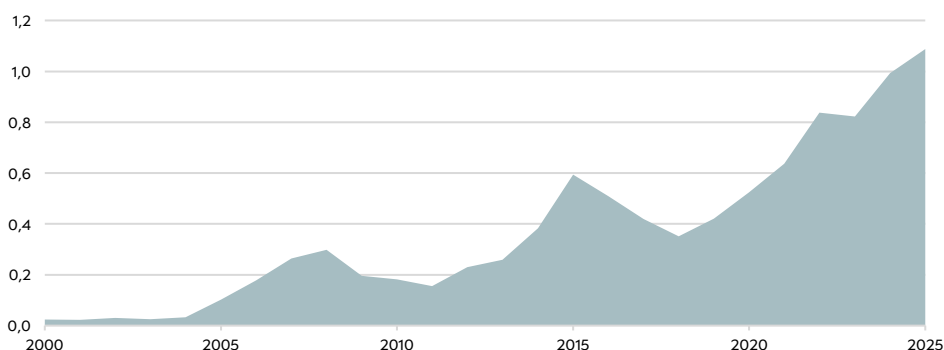
Der demografische Wandel zählt zu den größten strukturellen Gefahren für die chinesische Wirtschaft. Die chinesische Bevölkerung schrumpft bereits seit 2022: 2024 gab es in China nur noch etwa 9,5 Millionen Geburten – halb so viele wie 2016. Bei einer aktuellen Geburtenrate von 1,2 Kindern pro Frau wird sich dieser Prozess in den kommenden Jahren nochmals deutlich beschleunigen. Laut Berechnungen der Vereinten Nationen könnte die chinesische Bevölkerung von heute 1,4 Milliarden Menschen bis zum Jahr 2100 auf 800 Millionen schrumpfen. Die Zahl der Chinesen im erwerbsfähigen Alter wird bis 2050 schätzungsweise um ein Viertel zurückgehen. Dies wird den Druck auf die Sozialsysteme deutlich erhöhen und eine wesentliche Säule des chinesischen Wirtschafts- und Wachstumsmodells – die lange Zeit zunehmende Zahl billiger Arbeitskräfte – ins Wanken bringen.

Demografischer Wandel als langfristige Herausforderung

Im Rahmen des Fünfjahresplans für die Jahre 2026 bis 2030 möchte Beijing den privaten Konsum steigern, um weniger abhängig von der Auslandsnachfrage zu werden. Gleichzeitig soll die technologische Unabhängigkeit weiter gestärkt werden. Insbesondere im Bereich Mikrochips will sich China von ausländischen Produkten unabhängig machen. Dazu treibt die Volksrepublik gezielt Innovationen und technologische Verbesserungen vor allem in den Bereichen Computer, Kommunikation, Elektronik, Batterien, Robotik und Elektromaschinen voran. Sektoren, die Beijing als strategisch wichtig einstuft, werden mit staatlichen Mitteln gefördert. Da die Güter aufgrund der schwachen Binnennachfrage im Inland nicht genügend Abnehmer finden, werden sie billig auf den globalen Märkten angeboten. Dies führt unter anderem dazu, dass subventionierte chinesische Produkte auf dem Weltmarkt zunehmend mit deutschen Gütern konkurrieren. Die schwache Binnennachfrage spiegelt sich in einer an Deflation grenzenden Entwicklung der Verbraucherpreise und in niedrigen Importen wider. In der Folge überschritt Chinas Handelsbilanzsaldo (Exporte minus Importe) bereits in den ersten elf Monaten des Jahres 2025 die Schwelle von einer Billion US-Dollar. Diese Marke wurde zum ersten Mal in der Geschichte erreicht – Abbildung 4. Und dass trotz der anhaltenden Handelsstreitigkeiten mit den USA. Während die Einfuhren in die Vereinigten Staaten in den ersten elf Monaten um 29 % zurückgingen, konnten Lieferungen in die Europäische Union, nach Südamerika und in andere asiatische Staaten diesen Einbruch mehr als ausgleichen. Dies ist aber auch damit zu erklären, dass ein Teil der Ausfuhren in die asiatischen Anrainerstaaten später in die Vereinigten Staaten weitergeleitet wird, um die sehr hohen US-Zölle auf chinesische Güter zu umgehen.

China flutet die Weltmärkte mit Überproduktion

Abbildung 4: Chinas Exportüberschuss erstmals über der Billionen-Marke



Handelsaldo (Exporte - Importe) in Billionen US-Dollar. 2025: Jan.-Nov. Jährliche Daten. Quelle: Chinesische Zollverwaltung

Beijing versucht, sich mit hohen staatlichen Ausgaben Weltmarktanteile zu erkau-
fen. Das kann kurzfristig funktionieren, ist aber teuer. Diese Politik trägt zu einem
öffentlichen und privaten Schuldenberg bei, der mit insgesamt knapp 300 % der
jährlichen Wirtschaftsleistung weit über dem liegt, was sich andere Länder auf ei-
nem ähnlichen Entwicklungsniveau bisher geleistet haben. Auch aus volkswirt-
schaftlicher Sicht erscheint die Wirtschaftslenkung von oben wenig effizient. Hätte
man privaten Unternehmen die Freiheit gelassen, ihre Marktnischen selbst zu fin-
den, hätte dies vermutlich zu mehr Wachstum geführt als der von Xi Jinping dik-
tierte Fokus auf ausgewählte Sektoren. Kontrolle scheint Chinas rotem Kaiser wich-
tiger zu sein als Effizienz.

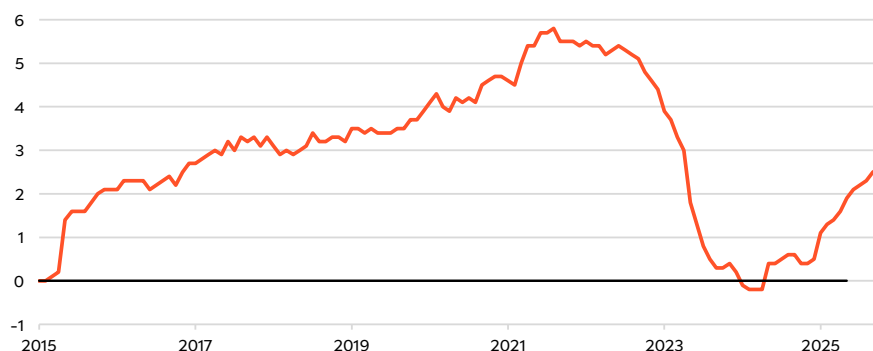
*Beijing ist Kontrolle wichtiger als
Effizienz*

Eurozone: Moderates Wachstum

Nachdem die Eurozone im Jahr 2025 unsere Erwartungen sogar etwas übertroffen
hat, zeichnet sich für 2026 ein normales Wachstum von etwa 1,2 % ab. Ebenso wie
im Vorjahr wird die Binnennachfrage die anhaltende Ausfuhrflaute ausgleichen
müssen. Die Chancen dafür stehen recht günstig. Mit einem Einlagensatz der Euro-
päischen Zentralbank (EZB) von 2 % bei einer Inflationsrate von ebenfalls etwa 2 %
sind die inflationsbereinigten Finanzierungskosten für Haushalte und Unternehmen
attraktiv. Der geldpolitische Stimulus zeigt sich bereits in der zunehmenden
Vergabe von Immobilienkrediten – Abbildung 5. Steigende Investitionen in den
Wohnungsbau werden die Konjunktur in weiten Teilen der Eurozone im kommenden
Jahr stützen. Im Zeitablauf können die Niedrigzinsen auch die Investitionen der Un-
ternehmen stützen. Dazu kommt der deutsche Fiskalimpuls, der im Laufe der Zeit
auch etwas auf Deutschlands Nachbarländer ausstrahlen dürfte. Schließlich ist
Deutschland für viele andere Staaten in Europa der wichtigste Handelspartner.

Normales Wachstum voraus

Abbildung 5: Vergabe von Immobilienkrediten an Haushalte in der Eurozone



Kredite von monetären Finanzinstituten der Eurozone; Wachstum der Nominalbestände (ohne Nicht-Transaktionen); monatliche Da-
ten. Quellen: EZB, Haver

Nach einem kräftigen Anstieg der Löhne in den Jahren 2023 und 2024, um die ge-
stiegenen Energie- und Nahrungsmittelkosten auszugleichen, wird der Lohndruck
2026 wahrscheinlich auf rund 3 % zurückgehen. Aber bei einer Inflationsrate von
2 % und einem leichten Zuwachs der Beschäftigung dürfte das ausreichen für einen
Anstieg der real verfügbaren Einkommen um gut 1 %. Die niedrigen Leitzinsen kön-
nen einige Verbraucher ebenfalls zu mehr Käufen anregen. Sofern die Haushalte
nicht als Reaktion auf unerwartete Krisen noch mehr sparen als in den Vorjahren,
kann der private Verbrauch dann um etwa 1,2 % zulegen. Für eine hellere Verbrau-
cherstimmung im Laufe des Jahres 2026 spricht auch, dass die Arbeitslosigkeit auf-
grund einer dauerhaften strukturellen Arbeitskräfteknappheit für europäische Ver-
hältnisse moderat bleiben dürfte.

*Niedrige Zinsen stützen auch den
privaten Verbrauch*

Wichtige Frühindikatoren der Konjunktur wie die Umfragen unter Einkaufsmanagern und das von der Europäischen Kommission erhobene Geschäftsklima deuten derzeit darauf hin, dass die Konjunktur im Jahr 2026 sogar etwas stärker zulegen könnte als im Vorjahr. Wir würden uns zwar über eine weitere positive Überraschung freuen. Aber angesichts der oben diskutierten Risiken und der weiterhin schwierigen Lage im Außenhandel würden wir nicht darauf wetten. Immerhin kann die Eurozone den außenwirtschaftlichen Schock wahrscheinlich wieder etwas dadurch mildern, dass es seine Ausfuhren in ostmitteleuropäische Aufholländer steigert. 2025 hat beispielsweise Deutschland mehr Güter nach Polen als nach China exportiert, mit einem Anteil an der Warenausfuhr von 6,3 % für Polen und 5,6 % für China. Sollte es der EU gelingen, das Mercosur-Handelsabkommen mit großen Teilen Südamerikas zu ratifizieren und weitere Abkommen mit aufstrebenden Ländern wie Indien abzuschließen, könnte dies den Außenhandel weiter stützen.

Frühindikatoren weisen leicht nach oben

Deutschland: raus aus der Misere – aber für wie lange?

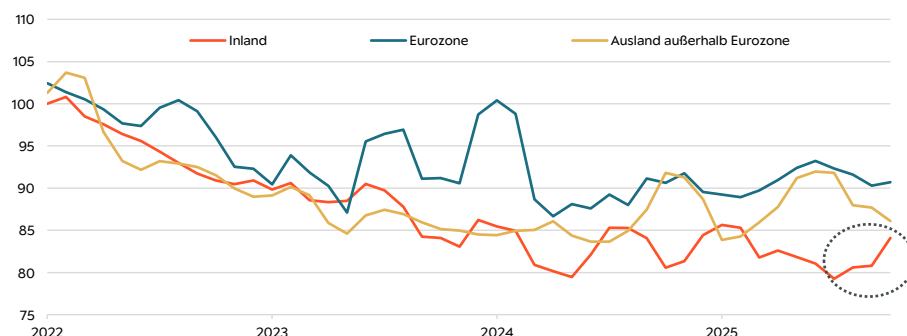
Die deutsche Wirtschaftsleistung lag auch 2025 kaum über dem Niveau von vor der Corona-Krise. Dies liegt weniger an einer vorübergehenden zyklischen Schwächephase als an tiefergreifenden strukturellen Problemen. Bereits mehrere Jahre vor der Pandemie begann sich der Wachstumspfad abzuflachen. Die vorgezogenen Neuwahlen am 23. Februar 2025 haben wie erwartet zu einem Regierungswechsel geführt. Trotz einiger kostspieliger Fehlritte wie den zusätzlichen Rentenansprüchen (Mütterrente, Haltelinie von 48 % des Standardlohns für Renten bis mindestens 2031) hat die Koalition auch einige Weichen in die richtige Richtung gestellt. Selbst beim Bürokratieabbau zeigt die Regierung weit mehr Elan als ihre Vorgänger. Aber ob dies ausreichen wird, die deutsche Misere zu beenden, wird vor allem davon abhängen, ob die Regierung den Mut zu nennenswerten Einschnitten ins Sozialsystem und zu anderen wachstumsfördernden Strukturreformen findet – siehe auch das Kapitel „Im Fokus: Klingbeils Wahl“ auf Seite 11).

Neue Regierung, neues Glück?

Zusätzliche Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie – leider – auch für Renten und andere Formen des Staatskonsums werden im Laufe des neuen Jahres schrittweise ihre Wirkung entfalten. Die Auftragseingänge der Industrie zeigen bereits einen Anstieg der Binnennachfrage an – Abbildung 6. Dieser beruht zumindest bisher im Wesentlichen auf Großaufträgen für „andere Transportausrüstungen“ sowie für mehr Nachfrage im Bereich Optik und Elektronik. Dahinter

Der Fiskalimpuls kommt

Abbildung 6: Auftragseingänge der Industrie – mehr Nachfrage aus dem Inland



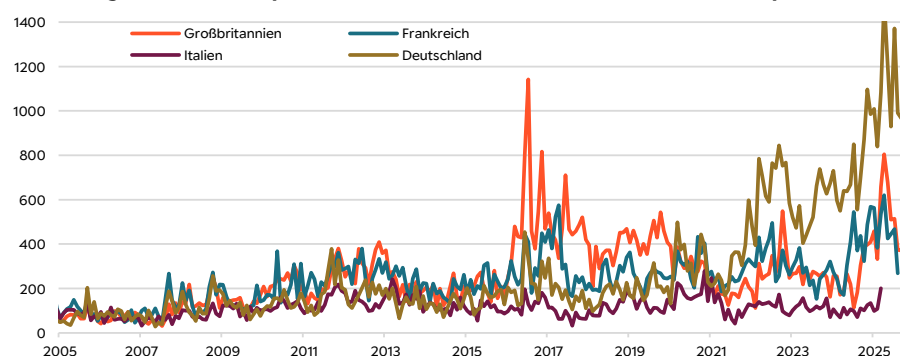
Auftragseingänge für die Industrie aus dem Inland, dem Ausland innerhalb der Eurozone und dem Ausland außerhalb der Eurozone. Quelle: Statistisches Bundesamt.

stecken zu einem großen Teil Ausrüstungen für das Militär. Wir erwarten, dass die steigenden Staatsausgaben die Wachstumsrate der deutschen Wirtschaft in den Jahren 2026 und 2027 um jeweils etwa 0,4 Prozentpunkte anschieben werden. Zusammen mit einer zunehmenden privaten Bautätigkeit gerade im Wohnungsbau dürfte das 2026 für ein Wachstum von kalenderbereinigt etwa 0,8 % ausreichen.

Eigentlich wäre mehr drin. Aber zu den deutschen Problemen gehört ebenso wie in der Spätphase der Ampel eine Regierung, die Vertrauen verspielt, indem sie sich erst lautstark zofft, bevor sie sich schließlich doch einigt. Obwohl die Regierung Merz/Klingbeil den Koalitionsvertrag weitgehend Punkt für Punkt abarbeitet, sind Bürger und Unternehmen unzufrieden. Abbildung 7 zeigt, dass die wirtschaftspolitische Unsicherheit bei vielen Schwankungen immer noch so hoch ist wie vor einem Jahr, als die Ampelregierung auseinanderbrach. Wer unsicher ist, hält sich mit Ausgaben zurück. Der lähmende Streit in der Koalition hat sich zu einer ernststen Konjunkturbremse für Deutschland entwickelt. Deshalb erwarten wir, dass der deutsche private Verbrauch im Jahr 2026 inflationsbereinigt nur um 0,7 % zulegen wird.

Koalitionszoff bremst die Konjunktur

Abbildung 7: Wirtschaftspolitische Unsicherheit – ein deutsches Trauerspiel



Nachrichtenbasierte Unsicherheitsindizes, 3-Monats-Durchschnitte. Quellen: PolicyUncertainty.com, Haver.

Wenn im Laufe des Jahres der staatliche Fiskalimpuls immer spürbarer wird und die Arbeitslosigkeit ab etwa Mitte des Jahres nicht weiter steigt, dürfte sich die Stimmung der Verbraucher langsam aufhellen. Wir erwarten deshalb, dass im Jahr 2027 die Konsumenten mehr ausgeben und die Unternehmen mehr investieren werden. Damit kann Deutschland dann 2027 wahrscheinlich sogar ein Wachstum von etwa 1,3 % erreichen. Nach diesem zyklischen Höhepunkt dürfte bei einem sich langsam abschwächenden Fiskalimpuls die Dynamik allerdings wieder spürbar nachlassen, sofern die Regierung nicht durch unerwartet tiefgreifende Reformen den Wirtschaftsstandort Deutschland nachhaltig stärkt.

Wachstumsgipfel in 2017

Andere Länder der Eurozone: französische Probleme, spanischer Schwung

Frankreich steckt in einer tiefen politischen Krise. Um sein überbordendes Haushaltsdefizit in den Griff zu bekommen, muss das Land über viele Jahre hinweg den fiskalischen Gürtel enger schnallen. 2025 nahm der Gesamtstaat neue Schulden in Höhe von etwa 5,4 % seiner Wirtschaftsleistung auf – deutlich mehr als die etwa 2,8 % im Rest der Eurozone. Echte Abhilfe ist nicht in Sicht. Denn seit den vorgezogenen Parlamentswahlen vom Juni 2024 ist die Nationalversammlung in drei etwa gleich große Blöcke gespalten. Seitdem haben das linke und rechte Lager mehrfach gemeinsame Sache gemacht und die von der Mitte gestützten Minderheitsregierungen von Michel Barnier und danach von François Bayrou zu Fall gebracht. Auch

Budgetstreits und politische Risiken halten Frankreich zurück

dem jetzigen Premierminister Sebastien Lecornu droht dieses Schicksal. Er steht aktuell vor der schwierigen Aufgabe, einen Sparhaushalt für 2026 zu verabschieden. Zwar gibt es in Frankreich genug Notregelungen, sodass der Staatsbetrieb auch ohne Budget aufrechterhalten werden kann. Allerdings ist derzeit nicht absehbar, wie in den kommenden Jahren die politischen Mehrheiten für den nötigen Konsolidierungskurs zustande kommen sollen. Darüber hinaus besteht das Risiko, dass sich das linke und rechte Lager darauf verständigen, einige von Macrons Strukturreformen zurückzunehmen. In dieser Gemengelage rechnen wir damit, dass sich Unternehmen mit Investitionen zurückhalten und die Wirtschaftsleistung in Frankreich auf absehbare Zeit etwas langsamer wachsen wird als im Rest der Eurozone.

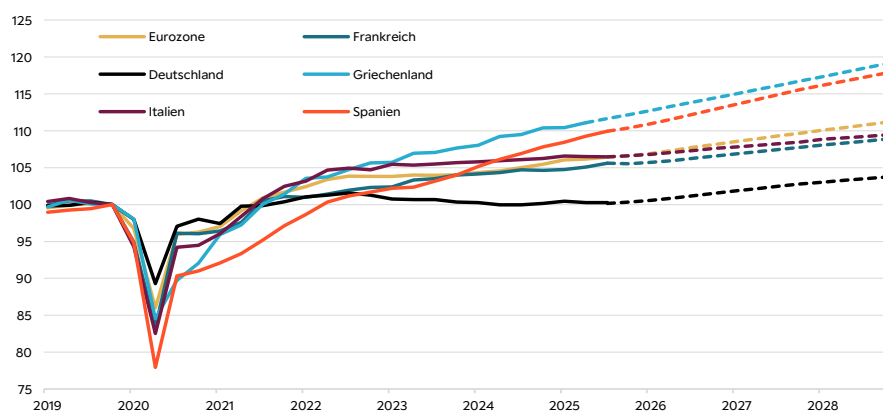
In den vergangenen Jahrzehnten blieb das Wirtschaftswachstum in Italien deutlich hinter dem in den meisten anderen westlichen Ländern zurück. Aktuell profitiert Italien von politischer Stabilität und Transferzahlungen der Europäischen Union (EU) im Rahmen des Corona-Wiederaufbaufonds. Zwar werden aus diesem Topf noch bis Ende 2026 Gelder fließen und 2027 wohl noch reichlich Mittel aus dem regulären EU-Budget zur Verfügung stehen. Allerdings dürfte der fiskalische Konjunkturimpuls bereits jetzt allmählich nachlassen. Italien hat in den jüngsten Jahren zumindest einige kleinere Strukturreformen vorgenommen – aber wohl nicht genug, um sich dauerhaft aus der wirtschaftlichen Sklerose zu lösen. Wir rechnen damit, dass das italienische BIP in den kommenden Jahren etwas langsamer zulegen wird als im Rest der Eurozone.

Italienisches Wachstum bleibt gemächlich

Das spanische BIP stieg zuletzt in sehr hohem Tempo – Abbildung 8. Zwar dürfte die Zuwachsrate nach 2,8 % im Jahr 2025 künftig wieder zurückgehen. Mit deutlich über 2 % im Jahr 2026 bleibt sie aber wohl merklich höher als in den anderen großen Ländern der Eurozone. Ebenso wie in Griechenland, dem Wachstumsstar der Eurozone, zahlen sich die Reformen aus der Zeit nach der Eurokrise aus. Einen maßgeblichen Beitrag zum raschen Wachstum in Spanien leistet auch die hohe Zahl der Zuwanderer. Dies bedeutet aber auch, dass sich das BIP pro Kopf merklich schwächer entwickelt. Wie Italien bekam auch Spanien hohe Transferzahlungen aus dem Corona-Wiederaufbaufonds der EU zugesprochen.

Zuwanderung treibt die spanische Wirtschaft an

Abbildung 8: Bruttoinlandsprodukt Euroländer – Schlusslicht Deutschland



Reales Bruttoinlandsprodukt, Q4 2019 = Index 100. Quelle: Eurostat, Berenberg

Großbritannien erholt sich nur langsam vom Inflationsschock

Ökonomen fällt es oft schwer, die genauen Auswirkungen einer Regierung auf das wirtschaftliche Geschehen in einem Land zu bestimmen. Das ist bei der aktuellen britischen Regierung jedoch nicht der Fall. Im April 2025 hat sie den Unternehmen eine starke Erhöhung der Arbeitskosten in Form einer Anhebung des Mindestlohns und höherer Lohnnebenkosten auferlegt. Dies wirkt sich seither deutlich auf das wirtschaftliche Lagebild aus. In gewisser Hinsicht haben sich die Unternehmen genau wie in einem volkswirtschaftlichen Lehrbuch beschrieben verhalten. Sie haben zum einen weniger Personen eingestellt, um die Kosten zu senken. Zum anderen haben sie die Preise erhöht, um die Einnahmenseite zu stärken. Aufgrund einer zunehmenden Produktivität ist das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2025 voraussichtlich um etwa 1,3 % gewachsen, und damit stärker als in den zwei Jahren zuvor. Ende 2025 hat die Konjunktur allerdings erheblich an Schwung verloren. Der im Herbst verabschiedete Sparhaushalt hat etwas dazu beigetragen.

Insbesondere die höheren Arbeitskosten haben die Inflationsrate in Großbritannien im Herbst 2025 auf knapp 4 % ansteigen lassen. Zwar wurde der Inflationsgipfel mittlerweile überschritten, doch liegen die Preissteigerungen im Vergleich zum Vorjahr noch immer über 3 % und damit signifikant über dem Zwei-Prozent-Ziel der Bank of England (BoE). Insbesondere die Inflation im Dienstleistungssektor, die noch immer bei über 4 % notiert, verhindert eine schnelle Rückkehr zum Inflationsziel. Dienstleistungen machen in Großbritannien die Hälfte des Warenkorb aus. Die geringere Wirtschaftstätigkeit im Winter dürfte aber den Anstieg der Dienstleistungspreise im kommenden Jahr verlangsamen, so dass die Inflation Ende 2026 wieder das Ziel von 2 % erreichen kann.

Die BoE muss ein Gleichgewicht finden zwischen einer zu langsamen Senkung des Leitzinses, die einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit riskiert, und einem zu schnellen Vorgehen, dass die Nachfrage anheizen und die Inflation über dem Zielwert von 2 % halten könnte. Wir rechnen daher damit, dass die BoE den Leitzins bis zum Sommer 2026 behutsam auf 3,0 % senken wird.

Für das Jahr 2026 erwarten wir nach einem zunächst schwachen Start ein Wirtschaftswachstum unterhalb der 1-Prozent-Marke. Die gelockerte Geldpolitik und die steigenden Realeinkommen, die sich aus der rückläufigen Inflation ergeben, werden das Wachstum in Großbritannien aber im Laufe des Jahres 2026 wieder stützen. 2027 wird das Wachstum voraussichtlich zu seiner Trendrate von rund 1,5 % zurückkehren. Dieses Trendwachstum setzt sich aus einem Anstieg der Erwerbsbevölkerung um 0,5 % gegenüber dem Vorjahr und einem Anstieg der Produktion pro Arbeitnehmer um 1 % gegenüber dem Vorjahr zusammen. Zwar lag das Produktivitätswachstum in den letzten fünf Jahren deutlich niedriger, was sich aber insbesondere auf den starken Anstieg der Zinsen und Energiepreise sowie den Brexit zurückführen lässt. Die schmerzhaften Anpassungen an den Brexit scheinen mittlerweile jedoch größtenteils vorüber zu sein. Sofern die Wirtschaft von einem weiteren Angebotsschock verschont bleibt, dürfte das Produktivitätswachstum wieder auf sein historisches Niveau zurückkehren. Im Vergleich zu weiten Teilen Europas verfügt Großbritannien über eine günstige demografische Entwicklung und einen gut positionierten Dienstleistungssektor, der voraussichtlich deutlich von den Produktivitätssteigerungen durch den Einsatz künstlicher Intelligenz profitieren wird.

Arbeitskosten sind 2025 deutlich gestiegen

Inflationsgipfel überschritten, Zwei-Prozent Ziel aber erst Mitte 2026 in Sicht

BoE schreitet weiter voran

Britisches Produktivitätswachstum wird von der künstlichen Intelligenz profitieren

Japans langer Weg aus der Krise

Die japanische Wirtschaft war in den letzten drei Jahrzehnten durch geringes Wachstum und niedrige Inflation gekennzeichnet. Selbst der koordinierte Versuch von Fiskal- und Geldpolitik, die Wirtschaft zu beleben und die Inflation in Richtung des 2-Prozent-Ziels zu bewegen, blieb im Großen und Ganzen erfolglos. Erst durch die globale Coronapandemie hat sich die Situation signifikant geändert. Gestörte Lieferketten und gewaltige Konjunkturprogramme weltweit ließen die Preise überall auf der Welt anziehen. Dies erzeugte einen Schock, der groß genug war, um auch die japanische Inflation nach Jahrzehnten wiederzubeleben. Die japanischen Importe verteuerten sich deutlich. Unternehmen gaben dies in Form höherer Preise an die Kunden weiter. Diese forderten im Gegenzug höhere Gehälter, wodurch sich der externe Preisschock mit der Zeit in eine steigende heimische Nachfrage verwandelte.

Zwar ist das japanische Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal 2025 um 0,6 % im Vergleich zum Vorquartal geschrumpft, zuvor verzeichnete die japanische Wirtschaft jedoch fünf Quartale mit solidem Wachstum. Der Dämpfer im dritten Quartal ist hauptsächlich auf Sonderfaktoren zurückzuführen. Einerseits auf den mittlerweile weitgehend beigelegten Handelsstreit mit den USA, andererseits auf neue Umweltauflagen im Immobiliensektor. Insgesamt scheint in Japan die heimische Nachfrage aber weiterhin robust. Im Jahr 2026 wird die Konjunktur zusätzlichen Rückenwind durch das von der neuen Regierung angekündigte Konjunkturpaket in Höhe von 21,3 Bio. Yen (117 Mrd. Euro) erhalten.

Die solide Binnennachfrage, die steigenden Löhne und der schwache Yen werden die Inflation für japanische Verhältnisse auch 2026 hoch halten. Dies erlaubt der Bank of Japan (BoJ), ihre Geldpolitik weiter vorsichtig zu straffen. Bis zum Jahresende 2026 rechnen wir damit, dass die japanische Notenbank den Leitzins schrittweise auf 1,25 % anheben wird. Die Aussicht auf steigende Zinsen, mehr Fiskalausgaben und eine Inflationsrate, die sich langfristig bei etwa 2 % bewegen wird, hat zuletzt zu steigenden Renditen bei japanischen Staatsanleihen geführt. Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit notieren zuletzt mit einer Rendite von 2 % auf einem 26-Jahreshoch, Anleihen mit vierzigjähriger Laufzeit mit knapp 3,8 % sogar auf einem Allzeithoch.

Einerseits signalisieren die steigenden Anleiherenditen, dass die Märkte davon ausgehen, dass Wachstum und Inflation in Japan nachhaltig zurückkehren. Gleichzeitig stellen die steigenden Zinsen die hochverschuldete Volkswirtschaft aber auch vor Probleme. Die Schuldenstandsquote Japans liegt bei knapp 230 % der Wirtschaftsleistung und ist damit so hoch wie in keiner anderen großen Industrienation. Die neue Regierung muss daher einerseits dafür sorgen, dass die Konjunktur nicht an Schwung verliert, und gleichzeitig die Haushaltslage sowie die Reaktion der Finanzmärkte auf höhere Ausgaben im Auge behalten. Als weiteres Risiko ergibt sich für das kommende Jahr die Gefahr zunehmender Spannungen mit den beiden wichtigsten Handelspartnern. Mit China hat sich die Situation im Ostchinesischen Meer zuletzt wieder zugespitzt, und mit Trump im Weißen Haus kann man nie sicher sein, ob das mühsam ausverhandelte Handelsabkommen mit den USA wirklich von Dauer ist. Wir rechnen für 2026 mit einem Wirtschaftswachstum in Höhe von 0,6 %, gefolgt von 1,0 % im Jahr 2027.

Nach drei verlorenen Jahrzehnten hin zur vorsichtigen Normalisierung

Q3 schwach, nach zuvor fünf Quartalen mit solidem Wachstum

BoJ normalisiert vorsichtig die Geldpolitik

Verschuldung und Außenpolitik als Risiken

TEIL 6

Finanzmärkte

1. Risikomärkte: moderates Aufwärtspotenzial

(Dr. Felix Schmidt)

Vor einem Jahr haben wir einen durchaus optimistischen Ausblick auf die Finanzmärkte gegeben. Wie gut sich die globalen Aktienmärkte jedoch tatsächlich entwickelt haben, hat selbst uns überrascht. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Während die großen Notenbanken der westlichen Industrienationen ihre Geldpolitik weiter gelockert haben, hat auch die Fiskalpolitik ihren Teil zur guten Stimmung an den Börsen beigetragen. In den USA hat Präsident Trump seine Wahlversprechen in Form von Steuersenkungen eingehalten. Europa hat umfangreiche zusätzliche Verteidigungsausgaben beschlossen. Deutschland ist hier ganz vorne mit dabei: Die gelockerte Schuldenbremse wird in den kommenden Jahren nicht nur mehr Verteidigungsausgaben, sondern auch umfangreiche Investitionen in die Infrastruktur erlauben. In Asien machen sich insbesondere die chinesischen Stützungsmaßnahmen und Beijings Fünfjahresplan, der einen Fokus auf künstliche Intelligenz, Hightech und die Produktivität legt, positiv bemerkbar. Das Wirtschaftswachstum in China, der Eurozone und Großbritannien ist 2025 voraussichtlich etwas stärker ausfallen als Ende 2024 prognostiziert. Mit einem erwarteten globalen Wirtschaftswachstum von 2,6 % für 2025 hat sich die Weltwirtschaft trotz Handelsstreit und geopolitischer Spannungen insgesamt als recht robust erwiesen. Zusätzlich beflügeln die mit künstlicher Intelligenz (KI) verbundenen Hoffnungen die Börsen. Massive Investitionen in Rechenzentren und die Energieinfrastruktur stützen das Wirtschaftswachstum, während die Aussichten auf zukünftige Produktivitätssteigerungen durch den Einsatz von KI und die Hoffnung auf stark steigende Gewinne für in diesem Bereich tätige Unternehmen die Aktienmärkte zu neuen Allzeithochs treiben. Auch bei den Kryptowährungen kam es im Jahr 2025 zu rasanten Kursanstiegen, die jedoch, wie so oft in der Geschichte, von nahezu ebenso rasanten Korrekturen gefolgt wurden.

Auch 2026 bleiben die wichtigsten Treiber der guten Aktienmarktentwicklung 2025 größtenteils bestehen. Einige Notenbanken werden den Leitzins noch weiter senken, auch wenn der Spielraum mittlerweile in vielen Fällen begrenzt ist. Sollte sich die Konjunktur wider Erwarten eintrüben, hätten die Zentralbanken sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks die Möglichkeit, die Geldpolitik noch stärker zu lockern, als wir dies derzeit erwarten. Die Geldpolitik spannt im Prinzip ein Sicherheitsnetz für die Konjunktur – und damit auch implizit für die Aktienmärkte. Zudem wird auch die expansive Fiskalpolitik weiterhin für Rückenwind sorgen. In Deutschland wird sich der Fiskalimpuls 2026 zunehmend in der Realwirtschaft bemerkbar machen und in den USA muss Trump vor den Zwischenwahlen etwas gegen seine niedrigen Beliebtheitswerte unternehmen. Beispielsweise könnte er die zollgetriebene Inflation mit punktuellen Lockerungen beim Handelsstreit senken oder den US-Konsumenten die Zolleinnahmen in Form von Schecks auszahlen, wie er bereits in den Raum gestellt hat. Beides würde bei den Aktienmärkten voraussichtlich auf Gegenliebe stoßen. Im Bereich der Geopolitik könnte auch ein Waffenstillstand in der Ukraine zu für Kiew erträglichen Bedingungen die Börsen etwas stützen.

Rückblick: Aktien liefen 2025 deutlich besser als erwartet

Fiskalpolitische Unterstützung bleibt bestehen, Notenbanken als Sicherheitsnetz

Die insbesondere in den USA nach drei guten Börsenjahren sehr hohen Bewertungen könnten das Kurspotenzial im Jahr 2026 jedoch begrenzen. Zudem bestehen einige Risikofaktoren. Trump bleibt auch im zweiten Jahr seiner zweiten Amtszeit unberechenbar und setzt weiterhin auf wachstumsschädliche Zölle als omnipotentes Druckmittel. Wann und in welchem Umfang er diese einsetzt, ist kaum vorherzusagen. Überraschungen können für Volatilität sorgen. Weitere Versuche Trumps, die US-Notenbank unter seine Kontrolle zu bringen, würden darüber hinaus das Vertrauen in den US-Finanzmarkt untergraben. In Europa sind neben dem Ukraine-Krieg derweil die weiter steigende Verschuldung und die politische Pattsituation in Frankreich die Hauptsorgen. Angesichts der hohen Erwartungen an das deutsche Fiskalpaket besteht auch hier ein gewisses Enttäuschungspotenzial. Sollte sich an den Märkten darüber hinaus die Meinung durchsetzen, dass der nächste Zinsschritt der Europäischen Zentralbank nach oben und nicht nach unten geht, könnte dies die Stimmung auf den Börsenparketts ebenfalls etwas dämpfen.

Weniger Aufwärtspotenzial als 2025

2. Zinsen: Aufwärtstrend im Pause-Modus

(Dr. Felix Schmidt)

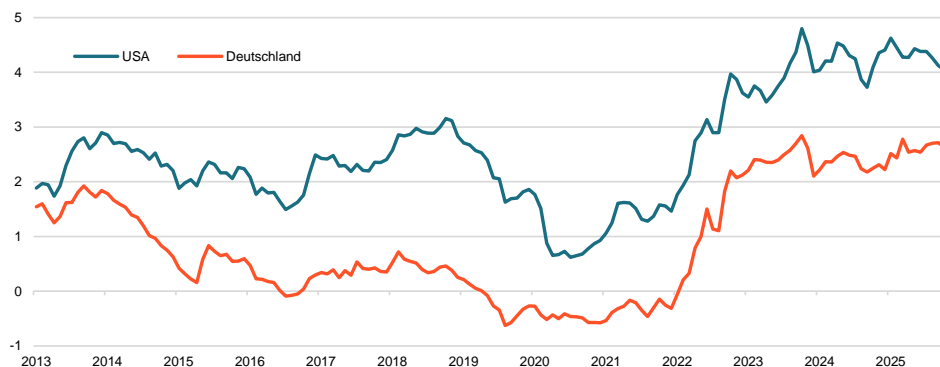
Die Renditen von US-Staatsanleihen legten Ende 2024 nach dem Wahlerfolg von Donald Trump deutlich zu. Entgegen unseren Erwartungen gaben sie im Jahresverlauf 2025 jedoch wieder etwas nach. Dies lag unter anderem an der nachlassenden Dynamik am US-Arbeitsmarkt, wodurch aggressivere Zinssenkungen der US-Notenbank zunehmend wahrscheinlich erschienen. Darüber hinaus haben die von US-Präsident Trump verhängten Zölle die Inflation in den Vereinigten Staaten zunächst nicht so schnell und umfangreich steigen lassen, wie es die Marktteilnehmer zunächst angenommen hatten. Nachdem die Inflationserwartungen bis zum Sommer angestiegen waren, ließen sie in der zweiten Jahreshälfte nach. Auch die anhaltenden Angriffe Trumps auf die Unabhängigkeit der US-Zentralbank haben die Märkte bisher weniger nervös gemacht, als wir das im Vorfeld erwartet hatten. Vertrauensbildend hat in diesem Zusammenhang aber auch gewirkt, dass Fed-Chef Jerome Powell gegenüber dem Druck vonseiten Trumps standhaft geblieben ist. Die großen Kapitalabflüsse aus den USA in Richtung Europa, die im Jahresverlauf heftig diskutiert wurden, hielten sich im Rückblick stark im Rahmen. Die USA verteidigen in diesen auch geopolitisch angespannten Zeiten ihren Status als sicherer Hafen, selbst wenn die Unruhequelle im Weißen Haus liegt.

Jahresverlauf 2025 zweigeteilt

In Deutschland war der Haupttreiber für die steigenden Renditen im Jahr 2025 hingegen die Lockerung der Schuldenbremse. Zwischen Anfang Dezember 2024 und Mitte März 2025 legten die Renditen deutscher Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit um etwa 85 Basispunkte zu, bis Ende April ging es dann aber fast genauso weit wieder nach unten. In der zweiten Jahreshälfte war ein gewisser Aufwärtstrend bei den deutschen Renditen zu beobachten. Die politische Pattsituation in Paris in Verbindung mit der angespannten Haushaltslage sorgte insbesondere bei französischen Renten, aber auch bei europäischen Anleihen im Allgemeinen für einen gewissen Aufwärtsdruck. Zum Jahresende war dann noch einmal ein deutlicher Renditeanstieg bei deutschen Anleihen auszumachen. Dieser wurde insbesondere durch Aussagen der deutschen EZB-Direktorin Isabel Schnabel ausgelöst. Darin suggerierte sie, dass der nächste Zinsschritt der EZB möglicherweise nach oben und nicht nach unten gehen könnte. Hinzu kam, dass die Verkaufswelle bei japanischen Anleihen auch die europäischen Rentenmärkte erreichte. In Japan ließen die geplanten zusätzlichen Fiskalausgaben der neuen Regierung und die Aussicht, dass die BoJ ihren Zinsanhebungszyklus fortsetzen wird, die Renditen steigen.

Deutschland: Schuldenbremse gelockert, Renditen gestiegen

Abbildung 9: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Auf und Ab



In %, Monatsdaten, letzter Wert November 2025. Quelle: Tullett Prebon

Insbesondere aufgrund des weltweit steigenden Angebots an Schuldtiteln rechnen wir für 2026 mit steigenden Renditen. Die USA werden auf absehbare Zeit ihr Haushaltsdefizit nicht abbauen, während in Europa die Verteidigungsausgaben und in Deutschland zusätzlich die Infrastrukturausgaben für steigende Schulden sorgen werden. Auch in Japan ist weiterhin keine Sparpolitik in Sicht. Die Notenbanken in Europa und den USA sind derweil nahezu am Ende ihres Zinssenkungszyklus angekommen. Mittelfristig wird der Inflationsdruck voraussichtlich sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks etwas höher ausfallen als von den Märkten derzeit eingepreist. Zu den strukturellen Gründen für einen höheren Preisdruck gehört vor allem das knapper werdende Angebot an Arbeitskräften. Dies wird das Lohnwachstum und damit den Preisdruck insbesondere im arbeitsintensiven Dienstleistungssektor hochhalten. In den USA verschärft die strikte Einwanderungspolitik dieses Problem zusätzlich. Auch die Zölle treiben die Inflation. In der Eurozone ist insbesondere die CO₂-Bepreisung ein weiterer struktureller Inflationstreiber. Sie zielt darauf ab, fossile Energieträger zu verteuern, um die Nachfrage zu senken und die Nutzung klimaneutraler Alternativen zu fördern. Auch die sich verändernden Handelsströme, bei denen es zunehmend nicht mehr nur um die günstigsten Preise, sondern auch um Protektionismus, Sicherheit und geopolitische Aspekte geht, werden zu einer strukturell höheren Inflation beitragen. Schließlich müssen viele europäische Länder ihre Verteidigungsausgaben deutlich erhöhen. Dies bringt die Kapazitäten an ihre Grenzen und erzeugt Preisdruck.

Eine strukturell höhere Inflationsrate bedeutet allerdings nicht, dass die extremen Preissteigerungen vom Anfang dieses Jahrzehnts das neue Normal sein werden. Fest steht jedoch, dass die niedrigen Inflationsraten der Vorpandemiejahre der Vergangenheit angehören. Für die Zentralbanken folgt daraus, dass die Leitzinsen auf einem höheren Niveau verharren werden als in den Zehnerjahren. Auch die Sorge um die Unabhängigkeit der US-Zentralbank könnte insbesondere die Renditen von US-Staatsanleihen im kommenden Jahr weiter ansteigen lassen (siehe Teil 5). Darüber hinaus könnten eine erneute Eskalation im Handelsstreit mit neuen US-Zöllen oder eine noch expansivere US-Fiskalpolitik im Vorfeld der Zwischenwahlen die Rendite von Staatsanleihen aus den Vereinigten Staaten weiter steigen lassen. Für die Eurozone geht die größte Gefahr für die Rentenmärkte hingegen weiterhin von der steigenden Verschuldung und der politischen Pattsituation in Frankreich aus. Wir erwarten bis Ende 2026 einen Anstieg der Renditen für US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit auf 4,6 % und für Bundesanleihen auf 3,0 %.

Angesichts der hohen Staatsausgaben und der strukturell höheren Inflation erwarten wir mittelfristig höhere Renditen

Anleiherenditen mit Aufwärtspotenzial

3. Währungen: Trump und die Notenbanken bewegen die Wechselkurse

(Dr. Felix Schmidt)

Die globalen Währungsmärkte waren im Jahr 2025 insbesondere von der Schwäche des US-Dollars geprägt. Nahezu alle großen Währungen konnten gegenüber dem Greenback zulegen. Der Dollar-Index, der den Kurs des Dollars im Vergleich zu sechs großen Währungen abbildet, ist im Jahr 2025 um knapp 10 % gefallen. Der Hauptgrund dafür sitzt im Weißen Haus und heißt Donald Trump. Mit seiner wirtschaftsschädlichen Handels- und Migrationspolitik sowie seiner expansiven Fiskalpolitik hat er dem Dollar den Boden unter den Füßen weggezogen. Hinzu kommen seine Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Zentralbank, welche Investoren zunehmend verunsichern. Ein weiterer Treiber für die Wechselkurse waren die Erwartungen über das weitere Vorgehen der Notenbanken. Spekulationen, wie stark die Fed im kommenden Jahr die Leitzinsspanne noch absenken wird, haben zuletzt zu deutlichen Bewegungen beim Dollar geführt. In Japan stellte sich dagegen die Frage, wie schnell und aggressiv die Bank of Japan (BoJ) den Leitzins anheben wird.

Dollar-Index verliert 2025 10 %

Im September 2025 erreichte der Euro gegenüber dem US-Dollar den höchsten Stand seit 2021. Zwar hat sich der Dollar seither wieder leicht erholt, doch auch im kommenden Jahr spricht wenig für den Greenback. Die US-Notenbank wird den Leitzins voraussichtlich zumindest noch ein weiteres Mal senken, während die EZB das Zinstal bereits erreicht hat. Die verringerte Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone spricht gegen den Dollar. Hinzu kommen Trumps anhaltende Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed. Voraussichtlich wird er im Mai 2026 den Chefposten bei der Fed mit einem ihm genehmen Kandidaten besetzen. Sollten die Märkte den Eindruck gewinnen, dass die US-Notenbank nicht mehr auf Basis wirtschaftlichen Sachverstands, sondern aufgrund des anhaltenden Drucks aus dem Weißen Haus entscheidet, wären höchstwahrscheinlich Kapitalabflüsse aus den USA und damit einhergehend ein schwächerer Greenback die Folge. Hinzu kommt die stark steigende Staatsverschuldung, welche das Vertrauen in die Weltwährung untergräbt. Zudem rechnen wir im Verlaufe des Jahres 2026 mit einer abnehmenden Konjunkturdynamik in den USA, während die Wirtschaft in der Eurozone im Verlauf des Jahres 2026 voraussichtlich etwas mehr Schwung aufnehmen wird. Deshalb dürfte sich der Wechselkurs bis Ende 2026 in Richtung 1,20 Dollar pro Euro bewegen.

Dollar-Schwäche gekommen, um zu bleiben

Mit etwas Verzögerung haben sich die USA und die Schweiz im November 2025 endlich auf ein Handelsabkommen geeinigt. Die USA haben ihre Zölle von 39 % auf 15 % gesenkt. Das ist eine gute Nachricht für die Alpenrepublik, die mit einer schwächelnden Wirtschaft und deflationären Tendenzen zu kämpfen hat. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) würde die Konjunktur gern durch eine Zinssenkung stützen. Zudem würde eine Lockerung der Geldpolitik den sehr starken Franken etwas schwächen. Dies käme gelegen, da die starke Währung die Importe verbilligt und dadurch die deflationären Tendenzen verstärkt. Der Leitzins in der Schweiz liegt jedoch bereits seit dem 20. Juni 2025 bei 0 %. Dass die SNB erneut Negativzinsen beschließen wird, gilt als eher unwahrscheinlich. Wir rechnen daher mit einer Seitwärtsbewegung beim Euro-Franken-Wechselkurs. Da der Schweizer Franken jedoch weiterhin als sicherer Hafen gilt, sind kurzfristige Bewegungen aufgrund geopolitischer Entwicklungen nicht auszuschließen.

Schweizer Franken hart wie Alpengranit

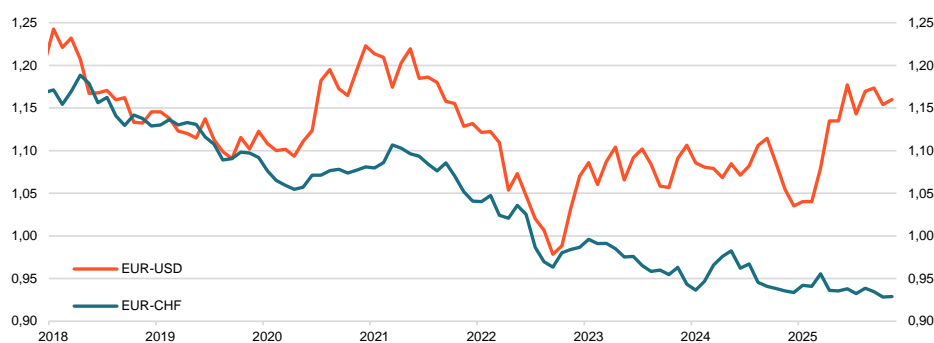
Der japanische Yen hat insbesondere gegenüber dem Euro im Jahresverlauf 2025 nahezu durchgängig an Wert verloren. Auch gegenüber dem US-Dollar wertete die japanische Währung zuletzt erneut ab, sodass ein US-Dollar Anfang Dezember 2025 fast 160 Yen kostete. Dies ist eine rote Linie. Wurde sie überschritten, hat die BoJ im vergangenen Jahr im Auftrag des Finanzministeriums Yen gekauft, um die heimische Währung zu stützen. So weit ist es bisher aber nicht gekommen, auch weil sich am Markt die Meinung durchgesetzt hat, dass die japanische Notenbank ihre geldpolitische Straffung fortsetzen wird. Dies hat den Yen zum Jahresende bereits etwas gestützt. Während alle anderen großen Notenbanken 2026 die Zinsen senken oder unverändert lassen, könnten weitere Leitzinsanhebungen durch die BoJ dem Yen aus seiner aktuellen Schwächephase helfen.

BoJ hilft Yen aus der Schwächephase

Beim Euro-Pfund-Wechselkurs sehen wir hingegen eine leichte Abwärtstendenz für das Pfund. Seit einigen Jahren tendiert das Pfund zwar seitwärts. Anders als die EZB wird die Bank of England (BoE) aber 2026 ihre Leitzinsen voraussichtlich dreimal senken. Deshalb könnte der Euro auf 0,92 britische Pfund steigen.

Pfund weiterhin im Seitwärtstrend zum Euro

Abbildung 10: US-Dollar verliert an Boden, Schweizer Franken Granithart



Monatsdaten, letzter Wert November 2025. Quelle: Haver

TEIL 7

Kapitalmarktprognosen

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2026
USA	10 Jahre	4,14	4,60
Europa*	10 Jahre	2,86	3,00
Großbritannien	10 Jahre	4,48	4,00
Währungen			
USA	EUR/USD	1,17	1,20
Europa	EUR/CHF	0,93	0,93
Großbritannien	EUR/GBP	0,88	0,92
Aktien			
USA	S&P 500	6 786	7 400
Europa	DAX	24 199	26 000
	EURO STOXX 50	5 739	6 100
	MSCI UK	2 803	3 000

Aktuell: 19. Dezember 2025. *Bundesanleihen. Aktienmarktprognosen von Berenberg Wealth and Asset Management. Quellen: Refinitiv, Berenberg



Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Überseering 28
22297 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de

BERENBERG