

## Volkswirtschaft im Fokus. Konjunktur und Märkte

Aus dem Makro Research der Deka-Gruppe  
Konjunktur 2-6 Emerging Markets-Märkte 7 Zinsen und Renditen 8-11  
Aktien 12-14 Währungen 15 Rohstoffe 16-18 Szenarien 19

Dezember 2025

### Erfreuliche Jahresbilanz am Kapitalmarkt.



Liebe Anlegerinnen  
und Anleger,

das Jahr 2025 nähert sich seinem Ende. Es wird das dritte erfolgreiche Wertpapierjahr in Folge gewesen sein. Für die positive Entwicklung gibt es gute Gründe: Die globale Wirtschaftsleistung stieg um gut 3 %, und die

Notenbanken reduzierten ihre Leitzinsen in Richtung der neutralen Werte. Aber es war nicht nur ein erfolgreiches, sondern auch ein anstrengendes Jahr für die Weltwirtschaft, mit den gestiegenen US-Zöllen, den geopolitischen Unwägbarkeiten und den strukturellen Anpassungen hinsichtlich des technologischen, des demografischen und des klimatischen Wandels. Doch die Unternehmen konnten die bisherigen Veränderungen weitgehend gut bewältigen, sie haben sich als flexibel und widerstandsfähig erwiesen. All das haben die Aktien- und die Rentenmärkte widergespiegelt, und breit gestreute Wertpapierportfolios dürften abermals eine erfreuliche Jahresbilanz verzeichnen.

Wie geht es nun weiter? Die berechtigte Frage am Übergang zum Jahr 2026 lautet, ob ein viertes erfreuliches Anlagejahr folgen kann. Wir beantworten diese Frage mit einem „Ja“. Denn für die Jahre 2026 und 2027 erwarten wir für die Weltwirtschaft ähnliche Wachstumsraten wie im Jahr 2025. Die Inflationsraten bewegen sich in vielen Ländern, vor allem auch in Euroland, weitestgehend im Bereich der Notenbankziele. Daher kann die neutrale Geldpolitik weitergeführt werden, sodass von dieser Seite

keine Bremseffekte zu erwarten sind. Auch bei den Anleiherenditen drohen keine heftigen Anstiege. Es ist also mit realwirtschaftlicher und monetärer Stabilität zu rechnen. Vor diesem Hintergrund dürften die Aktien- und die Rentenmärkte auch im neuen Jahr fundamental gerechtfertigte positive reale Gesamterträge erwirtschaften.

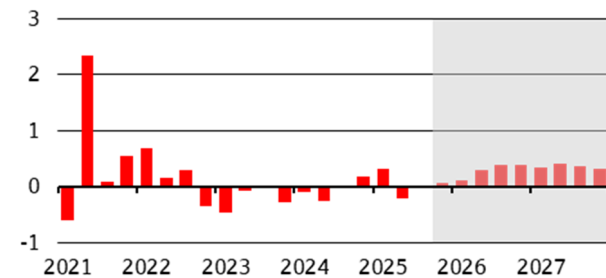
Aber an den Kapitalmärkten gibt es niemals einen Freibrief auf die Zukunft. Hinsichtlich der Risikothemen sind die US-Zölle und die Staatsverschuldung altbekannt. Als neues Risiko kommt der Wechsel an der Spitze der US-Notenbank Fed im Mai hinzu, der mit einer stärkeren politischen Einflussnahme auf die Geldpolitik einhergehen könnte. Überdies wird in den nächsten Quartalen klarer erkennbar sein, ob die Investitionen in die Künstliche Intelligenz in ihrer positiven Wirkung richtig eingeschätzt werden oder ob die bisherigen Erwartungen an die neue Technologie doch überzogen sind. Das alles bietet bei aller Zuversicht durchaus auch Raum für Marktschwankungen, mit denen Anlegerinnen und Anleger jederzeit rechnen sollten.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

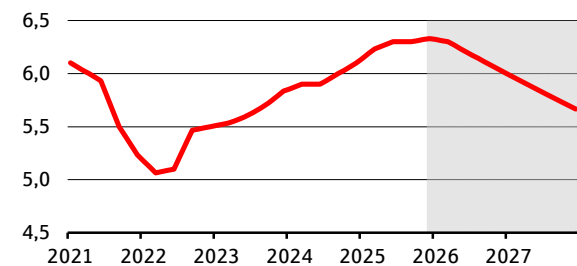
# Konjunktur Deutschland

**Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)**



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

**Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, nationale Definition)**



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	0,1	0,9	1,6
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	6,3	6,3	6,1
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,3	2,3	2,1
Finanzierungssaldo des Staates*	-2,9	-3,4	-4,0
Schuldenstand des Staates*	62,2	64,6	69,8
Leistungsbilanzsaldo*	5,4	5,1	4,8
	Sep 25	Okt 25	Nov 25
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,4	2,3	2,6
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	6,3	6,3	6,3
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	49,5	49,6	48,2
ifo Geschäftsklima (Punkte)	87,7	88,4	88,1

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

## Im Fokus

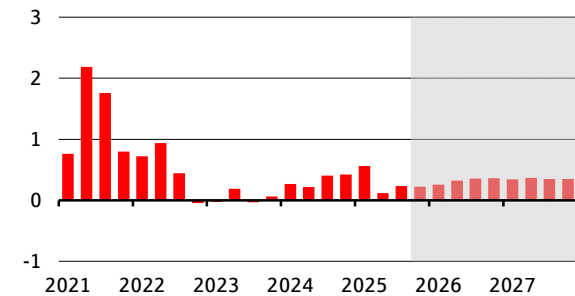
Es kehrt Ernüchterung ein. Nach einer Hoffnungswelle im Sommerhalbjahr beginnen die Stimmungsindikatoren wieder nach unten zu drehen. Es ist eine Mischung aus enttäuschten Hoffnungen auf Reformen und schwächeren Konjunkturnachrichten. So kommt der Konsum angesichts vieler Negativmeldungen zum Beschäftigungsabbau und wegen des hohen Preisniveaus nicht in Fahrt. Das Weihnachtsgeschäft dürfte hinter den Erwartungen bleiben. Insgesamt ist im Schlussquartal alles, was mehr als Stagnation ist, schon ein Erfolg. Im kommenden Jahr ist dank eines positiven Arbeitstageeffekts und der Schubwirkung der Sondervermögen ein gesamtwirtschaftliches Wachstum von immerhin wieder 0,9 % erreichbar.

## Perspektiven

Die Zeiten ändern sich, und wir ändern uns in Ihnen! So könnte man das Erfolgsgeheimnis der Evolution überschreiben. Die deutsche Volkswirtschaft sieht sich einem großen Umbruch gegenüber, auf den sie reagieren muss, soll der Wohlstand auch für die Zukunft gesichert werden. Alte Bündnisse sind nicht mehr verlässlich, Lieferketten nicht mehr sicher, der deutsche Vorsprung durch Technik schwindet, und die Bevölkerung altert. Dies hat zur Folge, dass das deutsche Potenzialwachstum nach Berechnungen des Sachverständigenrats perspektivisch gefährlich nahe an die Null heranrückt. Es ist also Zeit, dass die Politik auf diese Herausforderungen Antworten findet. Ansatzpunkte gibt es zur Genüge. Am leichtesten dürften die öffentlichen Investitionen in Infrastruktur fallen – für deren Finanzierung gibt es die Sondervermögen. Dieses Geld darf aber nicht in konsumtiven Verwendungen versickern. Wie schwer der Politik dagegen echte Reformen fallen, sieht man an den Rentenbeschlüssen der Großen Koalition. Statt den Wählern unangenehme Wahrheiten zuzumuten, werden notwendige Reformen weiter in die Zukunft verschoben und somit immer teurer. Auf der Aufgabenliste der Bundesregierung stehen die Absenkung der Unternehmenssteuerlast und der Energiekosten, die Verringerung der Belastungen durch Bürokratie und Regulierung sowie die Schaffung von Arbeitsanreizen. Insgesamt ist der finanzielle Handlungsspielraum des Staates aufgrund der ausgeferten und in vielen Teilen ineffizienten Sozialsysteme gering und die Finanzierung über weitere Schulden verbietet sich.

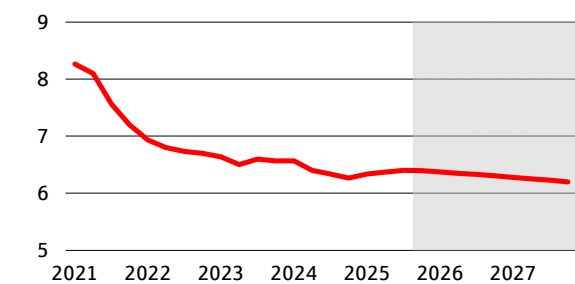
## Konjunktur Euroland

**Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)**



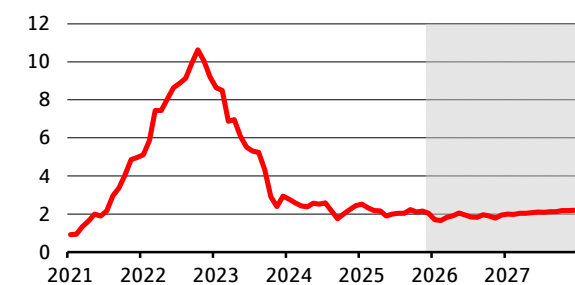
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, EU-Definition)**



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,3	1,2	1,4
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,1	1,9	2,1
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,4	-3,5	-3,8
Schuldenstand des Staates*	88,6	91,1	88,6
Leistungsbilanzsaldo*	2,8	2,7	2,7
	Sep 25	Okt 25	Nov 25
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,2	2,1	2,2
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,4	6,4	
Economic Sentiment (Punkte)	95,7	96,8	97,0

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

### Im Fokus

Im vierten Quartal 2025 dürfte Euroland (EWU) auf Wachstumskurs bleiben. Dies deuten die Frühindikatoren für Oktober und November an. Mit einer spürbaren Zunahme der Wachstumsdynamik ist aber nicht zu rechnen. Dennoch lässt die konjunkturelle Entwicklung wenig Besorgnis mit Blick auf den Arbeitsmarkt zu. Die Enge am europäischen Arbeitsmarkt wird auch durch die demografische Entwicklung unterstützt. Im Oktober lag die EWU-Arbeitslosenquote mit 6,4 % nur leicht über dem Allzeittief von 6,2 %. Unter den vier EWU-Schwergewichten variiert die Arbeitslosenquote allerdings beträchtlich. Die niedrigste Arbeitslosenquote in dieser Gruppe weist Deutschland mit 3,8 % aus. Die höchste Arbeitslosenquote gibt es in Spanien mit 10,5 %. Dazwischen liegen Italien (6,0 %) und Frankreich (7,7 %).

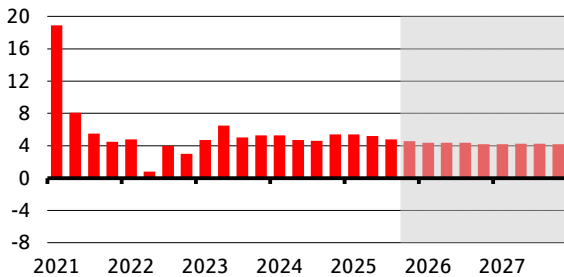
### Perspektiven

Euroland ist auf einem soliden Wachstumskurs. Spanien, Frankreich und Italien wachsen weiterhin stark genug, um die deutsche Schwäche auszugleichen. Immerhin ist nun – nach drei Jahren mit einem negativen deutschen Wachstumsbeitrag zur europäischen Gesamtleistung – wieder mit einem über die Zeit ansteigenden realwirtschaftlichen Impuls aus Deutschland zu rechnen. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum verläuft aber weiterhin nahe des langfristigen Durchschnittswachstums, sodass die privaten Haushalte weiter von einer moderaten Inflationsrate um die 2 % profitieren können. Dieser Wert entspricht dem Inflationsziel der EZB. Somit hat diese auf absehbare Zeit keinen Anlass für Leitzinsänderungen. Die privaten Haushalte und die Unternehmen werden damit zwar weiterhin durch die niedrigen Zinsen unterstützt, aber zusätzliche geldpolitische Impulse zur Entlastung sind nicht erkennbar. Die mittelfristigen Inflationsrisiken bleiben insgesamt erhöht, da wegen der soliden Konjunktur und der demografischen Entwicklung mit einer anhaltend niedrigen Arbeitslosigkeit mit entsprechenden Aufwärtsrisiken für die Lohnentwicklung zu rechnen ist. Angesichts hoher Schuldenquoten und laufender Haushaltsdefizite in vielen Euro-Ländern bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.



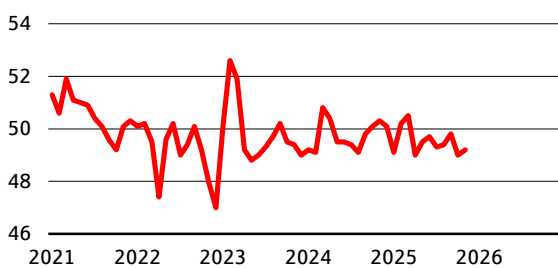
## Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



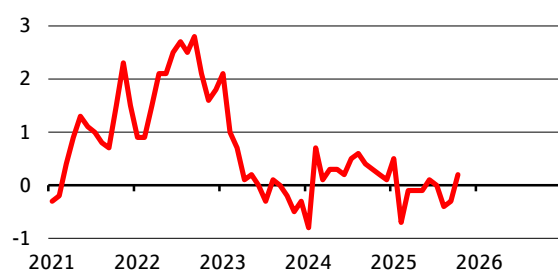
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

China	2025P	2026P	2027P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	5,0	4,3	4,2
Finanzierungssaldo*	-8,6	-8,5	-8,4
Schuldenstandsquote*	96,3	102,3	106,3
Leistungsbilanzsaldo*	2,0	2,0	2,0
	Sep 25	Okt 25	Nov 25
Inflation (% ggü. Vorjahr)	-0,3	0,2	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	6,5	4,9	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	49,8	49,0	49,2

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Quellen: EIU, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

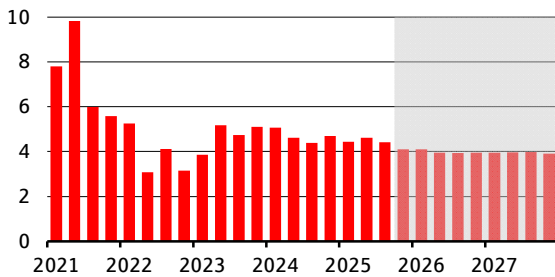
Die Einigung auf eine vorläufige Deeskalation im Handelskonflikt mit den USA hat bei chinesischen Unternehmen nicht zu einer Stimmungsverbesserung geführt. Die Einkaufsmanagerindizes entwickelten sich auch im November schwach. Die Probleme im Immobiliensektor haben sich zuletzt nochmals verschärft, weil die Sorgen um den Bauentwickler Vanke gestiegen sind. Vanke ist eines der größten Unternehmen der Branche und galt bis vor wenigen Monaten als eines der solideren, das zudem Unterstützung durch das Staatsunternehmen Shenzhen Metro hat. Nun hat Shenzhen Metro, das Hauptaktionär von Vanke ist, angedeutet, weitere Hilfen an strengere Konditionen zu knüpfen. Damit wird die Unsicherheit verstärkt, wie sehr der Staat bereit ist, sich für die Stabilisierung des Immobilienmarktes finanziell zu engagieren. Das ohnehin angeschlagene Konsumentenvertrauen wird durch diese Unsicherheit zusätzlich belastet.

### Perspektiven

Die wirtschaftliche Entwicklung China dürfte auch in den kommenden Jahren von drei großen Trends bestimmt sein. Erstens werden die Unternehmen in vielen Bereichen der Industrie weiter an internationaler Wettbewerbsfähigkeit gewinnen. Die chinesische Parteiführung hat mit der Vorlage des Fünfjahresplans für die Jahre 2026-2030 klargemacht, dass sie Technologieführerschaft anstrebt und damit auch weitgehend von Importen unabhängig werden möchte. Die schnellen Fortschritte bei der Entwicklung künstlicher Intelligenz sind hierbei ein wichtiger Baustein. Zweitens gibt es kaum Hinweise, dass sich an der Schwäche der Inlandsnachfrage etwas ändern wird. Die Pläne zur Stärkung des Konsums sind vage, und die von vielen Ökonomen geforderte Stärkung des Sozialsystems erfolgt nur in kleinen Schritten. Die Krise am Immobilienmarkt dürfte nicht sehr bald überwunden werden. Die zunehmenden demographischen Probleme lasten auf dem Ausblick für den Konsum und den Immobilienmarkt. Der dritte große Trend ist eine Folge der beiden ersten: Da chinesische Unternehmen in anderen Ländern immer stärker heimische Industrien in Bedrängnis bringen und China gleichzeitig wenig Interesse an zusätzlichen Importen zeigt, wird der Handel mit China in vielen Ländern kritisch hinterfragt. Vor allem in den USA und Europa, aber auch in Teilen Asiens dürfte die Bereitschaft zu protektionistischen Maßnahmen steigen. Gegenwärtig kann jedoch China seine marktbeherrschende Stellung bei seltenen Erden und die engen Wirtschaftsbeziehungen zu vielen Ländern noch als Druckmittel einsetzen, um seine Interessen zu schützen.

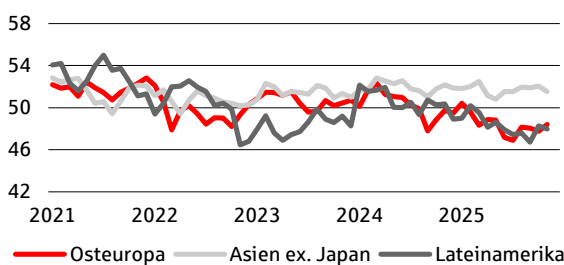
## Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



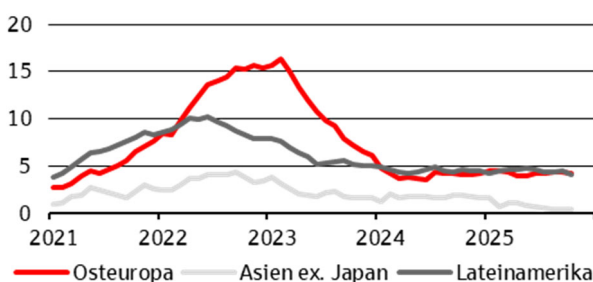
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2025P	2026P	2027P
Brasilien	2,3	1,4	1,6
Russland	0,7	0,8	1,0
Indien	7,5	6,5	6,6
China	5,0	4,3	4,2
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2025P	2026P	2027P
Brasilien	5,0	4,2	4,0
Russland	8,7	6,3	4,0
Indien	2,2	3,6	4,2
China	0,1	0,6	0,9

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

Die Daten zur Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts haben mehrheitlich nach oben überrascht und waren der wichtigste Faktor für Aufwärtsrevisionen unserer BIP-Prognosen. Weiterhin ist nicht erkennbar, dass die hohen US-Zölle und die damit verbundene Unsicherheit um die Exportaussichten die Investitionsbereitschaft merklich belasten würden. Die USA haben einen neuen Versuch unternommen, eine Friedenslösung zwischen Russland und der Ukraine zu erreichen, doch es erscheint eher unwahrscheinlich, zeitnah eine für beide Seiten akzeptable Einigung zu erzielen. Die USA treffen Vorbereitungen für Militärschläge gegen Ziele in Venezuela. Die diplomatischen Beziehungen zu einigen Ländern der Region dürften leiden, doch über Proteste hinaus ist nicht mit Reaktionen zu rechnen.

### Perspektiven

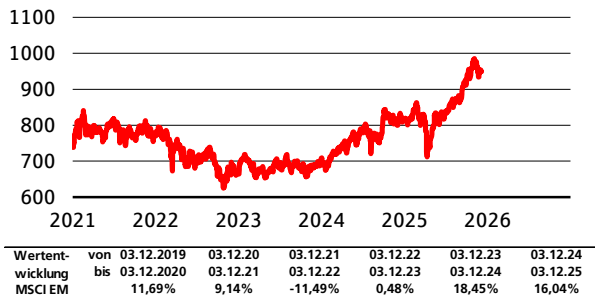
Asien wird die am stärksten wachsende Region bleiben. Aufgrund der Nachfrageschwäche in China dürfte hier jedoch die Konjunkturdynamik nachlassen, und der Rest der Welt wird sich zunehmend schwer tun, auf dem hart umkämpften chinesischen Markt Produkte abzusetzen. Gut entwickelte Lieferketten und große Absatzmärkte machen die Region aber weiterhin attraktiv für Investitionen. In Lateinamerika und Mittel- und Osteuropa wird das Wirtschaftswachstum schwächer sein als in Asien, doch dürfte es gelingen, Raten nahe des Trendwachstums zu erzielen. Der Protektionismus der USA, der harte Wettbewerb Chinas und weitgehend entspannte Energiemärkte sprechen dafür, dass der Preisdruck moderat sein wird. Die Leitzinsen liegen in vielen Schwellenländern bereits auf oder nahe der neutralen Niveaus, weshalb der Spielraum für weitere Leitzinssenkungen beschränkt ist. Das handelspolitische Umfeld dürfte für viele Länder herausfordernder werden, da es insbesondere im Technologiebereich zunehmend zu einer Entkopplung zwischen den USA und China kommen dürfte. Zudem wird es immer schwieriger, mit beiden Ländern enge Wirtschaftsbeziehungen aufrechtzuerhalten. In der Taiwanfrage ist keine Entspannung zu erwarten, doch die Fortsetzung des Status quo ist das Hauptszenario.

### Risiken

Der Konflikt zwischen den USA und China könnte an Schärfe gewinnen. Schwellenländer könnten sich zunehmend unter Druck sehen, sich stärker in Richtung einer der beiden Großmächte zu orientieren.

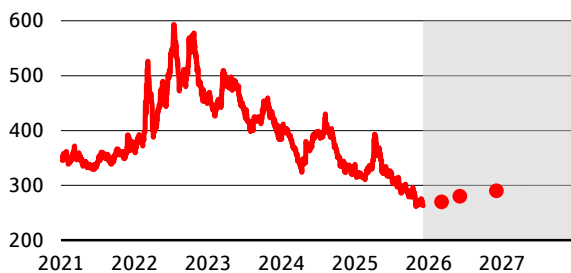
## Em. Markets-Märkte

**Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)**



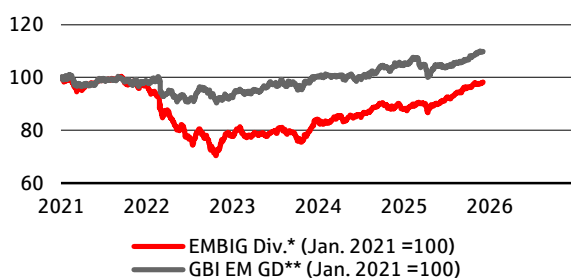
**Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**  
Quellen: MSCI, DekaBank

**Renten: EMBIG Diversified-Spread (Basispunkte)**



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

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



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

### Wichtige Daten im Überblick

Emerging Markets (Performance in EUR)	03.12.2025	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	949	-3,7	16,4	16,0
EMBIG Div* Performanceind.	502	0,6	11,6	9,8
GBI EM Div** Perform.-ind.	304	0,7	4,9	4,9
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	459	-0,4	1,4	0,1
MSCI World Total Return	709	-0,9	7,2	5,5
<b>Prognose DekaBank</b>				
		<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	263	270	280	290

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

### Im Fokus

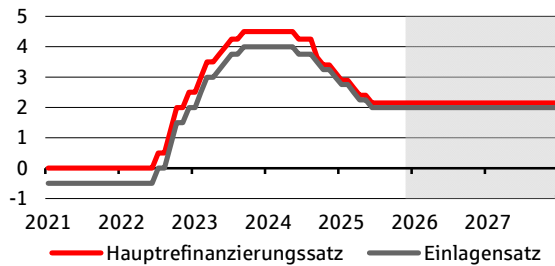
Die Rallye bei Schwellenländeraktien, die Mitte des Jahres begonnen hatte, ist vorerst gestoppt und der Markt hat etwas korrigiert. EM-Lokalwährungsanleihen haben ihren Aufwärtstrend dagegen fortgesetzt, während EM-Hartwährungsanleihen auf hohen Kursniveaus konsolidierten. Unterstützung erhielten die Märkte zuletzt vor allem vom Ausblick für den weiteren Leitzinskurs der US-Fed. Hier zeichnet sich ab, dass sich eine Mehrheit für eine Zinssenkung im Dezember aussprechen wird. Der Preisdruck ist in vielen Schwellenländern moderat und der jüngste Abwärtstrend bei den Energiepreisen gibt den Notenbanken tendenziell mehr Spielraum, die Geldpolitik expansiver auszurichten, auch wenn von diesem Spielraum nur zögerlich Gebrauch gemacht wird. Der Druck auf Zinssenkungen in den expansiven Bereich ist gering, weil sich die Konjunktur in den meisten Schwellenländern weitgehend solide entwickelt. Die asiatischen Aktienmärkte profitieren zudem von der Hoffnung auf starke Nachfrage nach allen Produkten in Zusammenhang mit der verstärkten Anwendung von künstlicher Intelligenz.

### Perspektiven

Der mittelfristige Ausblick für das fundamentale Umfeld ist gut: Die Volkswirtschaften haben den Belastungsfaktoren der vergangenen Jahre (hohe Inflation, restriktive Geldpolitik, Handelsunsicherheit) standgehalten. Da diese Faktoren an Einfluss verlieren, sinken die konjunkturellen Abwärtsrisiken. Die Energiemärkte dürften gut versorgt sein, weshalb wir hier keine deutlichen Preisanstiege erwarten. Die Notenbanken haben mehrheitlich die Leitzinsen bereits auf ein neutrales Niveau gesenkt oder werden dies in den kommenden Monaten tun. Es bleibt Spielraum für weitere Senkungen, wenn ein schwächeres Wachstumsumfeld dies erfordert, wodurch die konjunkturellen Abwärtsrisiken begrenzt werden. Vor diesem Hintergrund dürften sich die Anleiherenditen stabil bis leicht abwärts gerichtet entwickeln. Die Risikoaufschläge für EM-Hartwährungsanleihen sind auf niedrige Niveaus gesunken, von wo aus ein weiterer Rückgang eher unwahrscheinlich erscheint. Für eine deutliche Ausweitung fehlen im Hauptszenario allerdings die Treiber. Da die Zinsdifferenz gegenüber dem Euroraum in vielen Schwellenländern schrumpfen dürfte, erwarten wir in der Tendenz eher schwächere Wechselkurse gegenüber dem Euro, wodurch der Zinsvorteil von EM-Lokalwährungsanleihen zum Teil verloren gehen wird.

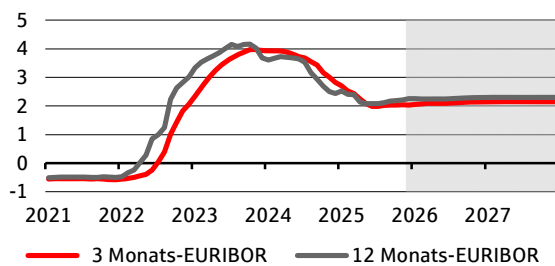
## Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



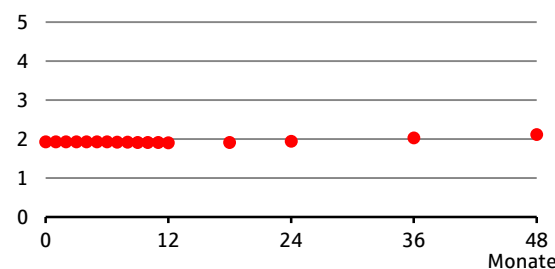
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

EURIBOR-Sätze (% p.a.)



Quellen: European Money Markets Institute, Prog. DekaBank

€STR-Swapkurve (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Euroland: Zinsen (% p.a.)	03.12.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Einlagensatz	2,00	2,00	3,25
3 Monats-EURIBOR	2,03	2,02	2,88
12 Monats-EURIBOR	2,25	2,20	2,36
EURIBOR-Future, Dez. 2026	2,03	1,99	1,83
EURIBOR-Future, Dez. 2027	2,24	2,20	1,94
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Einlagensatz	2,00	2,00	2,00
3 Monats-EURIBOR	2,10	2,10	2,15
12 Monats-EURIBOR	2,25	2,25	2,30

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

### Im Fokus

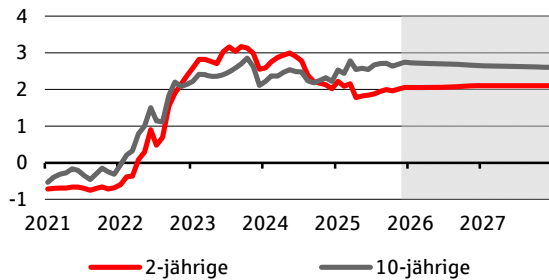
Bei ihrer Ratssitzung am 18. Dezember dürfte die EZB die Leitzinsen erneut unverändert lassen. Die neuen makroökonomischen Projektionen, die erstmals bis in das Jahr 2028 reichen, und die begleitenden Kommentare könnten aber mehr Aufschluss geben, wie hoch die Hürden für einen weiteren Zinsschritt sind. Während die Verschiebung der zweiten Stufe des Emissionshandels ETS2 einen dämpfenden Effekt auf die Inflationsraten ab 2027 haben dürfte, rechnen wir mit einer leichten Aufwärtsrevision beim vorhergesagten Pfad der Kerninflation. In der Summe könnte sich eine Unterschreitung des Inflationsziels ergeben, die zwar einige Zeit andauert, im Ausmaß aber nicht groß ist. Die meisten Mitglieder des EZB-Rats dürften bereit sein, eine solche Entwicklung bei unveränderten Leitzinsen zu tolerieren. Dennoch werden sie sich auch bei der bevorstehenden Sitzung eine Hintertür für eventuelle weitere Senkungen offen halten. Sie dürften darin jedoch lediglich eine Option für den Fall sehen, dass sich das wirtschaftliche Umfeld unerwartet verschlechtert.

### Perspektiven

Vor dem Hintergrund eines stetig positiven Wirtschaftswachstums und Inflationsraten nahe 2 % gehen wir davon aus, dass die EZB die Leitzinsen bis auf Weiteres auf dem aktuellen, in etwa neutralen Niveau belassen wird. Dennoch dürfte sie noch für einige Zeit die Bereitschaft signalisieren, ihre Geldpolitik bei Bedarf anzupassen. In ihrer Kommunikation dürfte sie deutlicher als bisher die Absicht hervorheben, nur auf solche Entwicklungen zu reagieren, die das Potenzial besitzen, zu einer signifikanten und länger anhaltenden Abweichung vom Inflationsziel zu führen. Von besonderer Relevanz wäre dabei eine Verschlechterung am Arbeitsmarkt, die eine unerwünscht starke Verlangsamung des Lohnwachstums und des inländischen Preisauftriebs hervorrufen könnte. Demgegenüber dürfte die EZB kleinere Zielverfehlungen – selbst wenn sie über einen längeren Zeitraum andauern – nicht zum Anlass für eine Änderung der Leitzinsen nehmen. Dies gilt insbesondere, wenn sie lediglich auf gesunkenen Energiepreisen beruhen und die Kerninflation noch über 2 % liegt. Das kontinuierliche Abschmelzen der Wertpapierbestände des Eurosystems und der daraus resultierende Rückgang der Überschussreserven sollte erst mittelfristig einen stärkeren Effekt auf die Geldmärkte haben. Sobald die Banken wieder in größerem Umfang an den laufenden Refinanzierungsgeschäften der EZB teilnehmen, dürften die EURIBOR-Sätze knapp über den Hauptrefinanzierungssatz klettern.

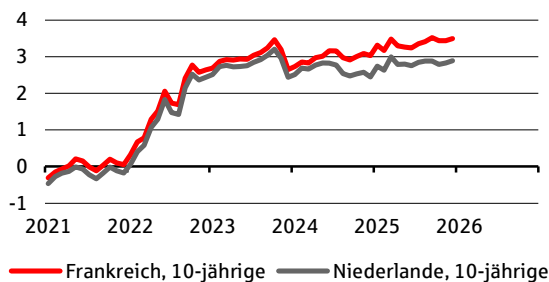
# Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



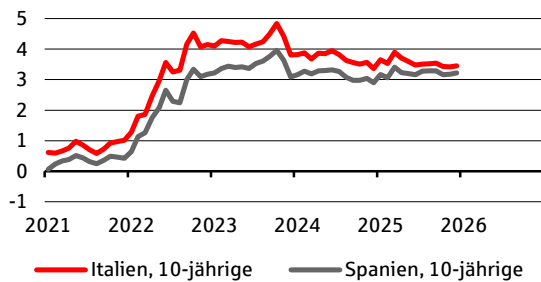
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Renditen (% p.a.)	03.12.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	2,06	2,00	1,94
Deutschland 10J	2,75	2,67	2,05
Frankreich 10J	3,49	3,44	2,91
Italien 10J	3,45	3,41	3,24
Spanien 10J	3,22	3,17	2,76
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	2,05	2,05	2,10
Deutschland 10J	2,70	2,70	2,65

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

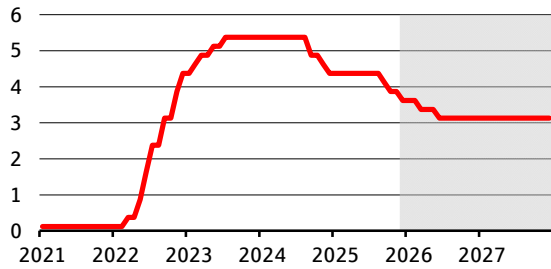
Die Marktteilnehmer sehen nur noch eine kleine Restwahrscheinlichkeit dafür, dass die EZB die Leitzinsen weiter senken wird. Dieser Zustand sollte bis auf Weiteres bestehen bleiben und einem deutlichen Anstieg der Renditen kurzlaufender Bundesanleihen entgegenwirken. Das lange Ende wird belastet durch die Ausgabenpläne der Bundesregierung sowie die möglicherweise abnehmende Nachfrage niederländischer Pensionskassen nach Staatsanleihen mit sehr langen Laufzeiten. Dennoch stößt die Steilheit der Bundkurve an ihre Grenzen, denn unter der Prämisse, dass das kurze Ende fest verankert bleibt, erzielen langlaufende Bundesanleihen einen signifikanten Mehrertrag. Bei stabilen Inflations- und Leitzins-erwartungen sollte der immer noch hohe Anlagebedarf daher mit der Zeit zu einem leichten Rückgang der Renditen am langen Ende führen.

## Perspektiven

Die seit einiger Zeit sehr stabile Entwicklung der langfristigen Inflationserwartungen ist von elementarer Bedeutung für die Staatsanleihemärkte im Euroraum. Zwar gehen wir nicht davon aus, dass die EZB die Leitzinsen weiter senken wird. Solange sich kein signifikanter Anstieg der Inflation abzeichnet, besteht für die Marktteilnehmer jedoch kein Grund, zukünftig höhere Leitzinsniveaus zu antizipieren. Bei weiterhin gut verankerten Inflationserwartungen sollten die Renditen im kurzen Laufzeitbereich somit nur wenig Spielraum nach oben besitzen. Die hohe Steilheit der Bundkurve reflektiert zum einen die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur. Zum anderen sind die Anleger weltweit kritischer gegenüber hohen Staatsschulden geworden, und aufgrund regulatorischer Änderungen ist unsicher, in welchem Umfang niederländische Pensionskassen weiterhin sehr langlaufende Staatsanleihen kaufen werden. Aber auch am langen Ende wirken die stabilen Inflationserwartungen zusammen mit den im historischen Vergleich hohen realen Renditen dämpfend auf die Laufzeitprämien. Zudem gilt die Nachfrage nach risikoarmen Staatsanleihen als vergleichsweise zinselastisch. Der hohe und weiterhin zunehmende Anlagebedarf sollte daher mit der Zeit etwas niedrigere Renditen in den längeren Laufzeitbereichen zur Folge haben. Insgesamt gehen wir für die kommenden Jahre somit davon aus, dass ein moderates und stetiges Wirtschaftswachstum in Kombination mit einem weitgehend stabilen Inflationsumfeld dazu führen wird, dass sich die Bundkurve von beiden Seiten her ein wenig verflacht.

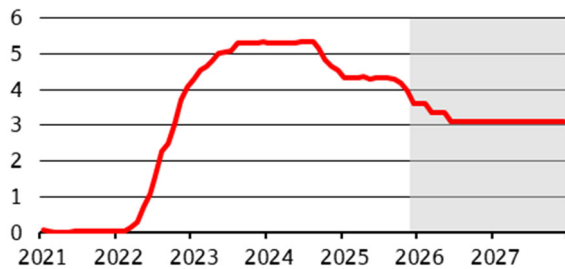
# Rentenmarkt USA

**Fed: Leitzins (% p.a.)**



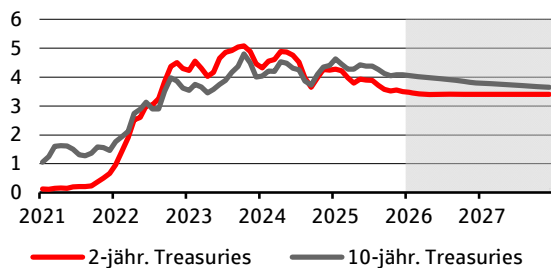
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

**USA: Overnight-Zinsen (% p.a.)**



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

**USA: Renditen (% p.a.)**



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Zinsen / Renditen (% p.a.)	03.12.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	3,75-4,00	3,75-4,00	4,50-4,75
Overnight-Zinsen (SOFR)	4,01	4,13	4,64
Renditen 2-j. Treasuries	3,48	3,60	4,18
Renditen 10-j. Treasuries	4,06	4,11	4,22
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	3,25-3,50	3,00-3,25	3,00-3,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	3,36	3,11	3,11
Renditen 2-j. Treasuries	3,40	3,40	3,40
Renditen 10-j. Treasuries	4,00	3,95	3,80

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Im Fokus

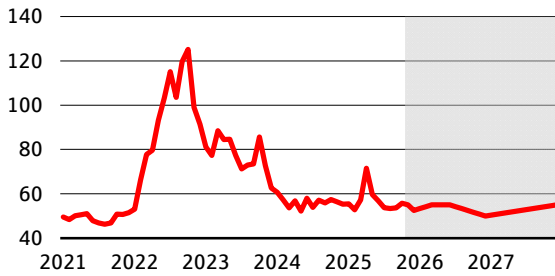
Der Arbeitsmarktbericht für September brachte zunächst wenig Klarheit. Erst die anschließenden Äußerungen von FOMC-Mitgliedern, allen voran des Präsidenten der New York-Fed John Williams, machten deutlich, dass die Mehrheit im FOMC wohl eine weitere Leitzinssenkung im Dezember um 25 Basispunkte präferiert. Mit jedem zusätzlichen Schritt nähert man sich jedoch dem neutralen Zinsbereich, sodass die Hürden für weitere Senkungen steigen. Daher ist erst im März 2026 mit einer weiteren Senkung zu rechnen. Kurz vor Weihnachten wird der Name des zukünftigen Fed-Chefs bekannt gegeben, der 2026 Nachfolger von Powell werden soll. Bei den politischen Wettbüros werden Kevin Hassett derzeit die größten Chancen eingeräumt. Er gilt ökonomisch als versiert, weist jedoch zugleich eine sehr große politische Nähe zum Weißen Haus auf.

## Perspektiven

Nach den zollbedingten Preiseffekten des Jahres 2025 richtet sich der Blick auf den Zeitpunkt, ab dem das 2 %-Inflationsziel der Fed wieder erreicht wird. Nach aktuellem Prognosestand könnte dies in der zweiten Jahreshälfte 2026 der Fall sein. Dies ist die Voraussetzung dafür, dass die Fed das Leitzinsintervall wieder in den geldpolitisch neutralen Bereich senken kann. Im Mai endet die Amtszeit von Fed-Chef Powell. Sein Nachfolger wird einen politischen Balanceakt leisten müssen: Seitens der Regierung dürften die Forderungen nach niedrigeren Zinsen nicht nachlassen. Ein Nachgeben gegenüber diesem Druck könnte jedoch das Vertrauen der Kapitalmärkte in die Unabhängigkeit der Fed unterminieren und die Risikoprämien langlaufender US-Staatsanleihen erhöhen. Die Regierung könnte ihrerseits versuchen, ihren globalen Einfluss zu nutzen, um einem solchen Zinsanstieg entgegenzuwirken. Ein Ergebnis könnte eine durch Kapitalverkehrskontrollen beeinflusste flachere Zinskurve sein. Neben der Zinspolitik steht auch die Geldpolitik im weiteren Sinn auf dem Prüfstand. 2026 könnte sich klären, ob es bei der geldpolitischen Kommunikation der Fed sowie bei der Zusammensetzung und der Höhe ihrer Bilanzsumme zu substantziellen Veränderungen kommt.

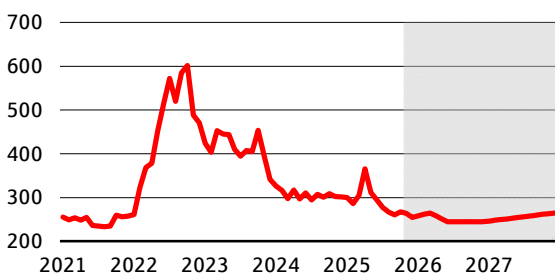
# Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



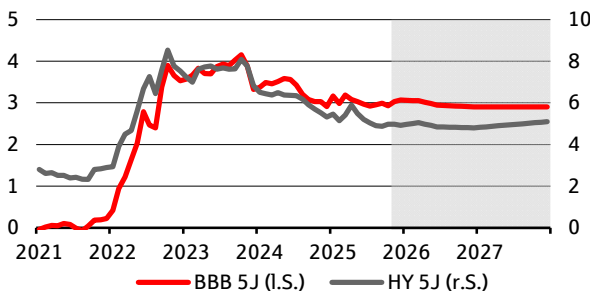
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

Corporates 5 Jahre (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	03.12.2025	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	53	55	56
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	255	265	301
Corporates BBB 5J (%)	3,06	2,97	2,83
Corporates HY 5J (%)	4,91	4,86	5,41

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

Der November war einer der stärksten Neuemissionsmonate für Unternehmensanleihen seit einigen Jahren! Besonders wurde die Flut von Multi-Milliarden Tranchen von z.B. Alphabet oder Bristol Meyers getragen, sogenannte „Reverse-Yankees“, die wegen der vergleichsweise günstigen Finanzierungskosten oder aus Gründen der Diversifikation auf unseren Markt strömen. Es gab aber auch mehrere milliarden schwere europäische Emittenten, wie Orange oder Novo Nordisk. Zwar sind diese Bonds überwiegend auf eine überwältigende Nachfrage gestoßen und konnten sich teils sogar deutlich im Spread verringern, doch hat der Sekundärmarkt unter der großen Emissionsflut gelitten. Während sich der iTraxx im November sogar etwas einengte, haben sich Indizes für Kassabonds leicht ausgeweitet. Insgesamt halten sich Corporates aber sehr gut.

## Perspektiven

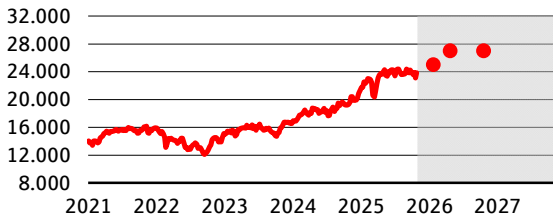
Unternehmensanleihen haben die diversen konjunkturellen und geopolitischen Herausforderungen in 2025 gut überstanden. Überraschend gute Geschäftsergebnisse sowie der fortgeführte Zinssenkungspfad der Notenbanken haben maßgeblich dazu beigetragen. Während in den USA auch in 2026 noch Zinssenkungen zu erwarten sind, dürfte die EZB bereits im Zielbereich angekommen sein. Zwar ist aus Deutschland trotz der immensen Investitionspakete nur ein müder Konjunkturbeitrag zu erwarten, doch dürfte das Wirtschaftswachstum EU-weit wieder etwas zulegen. Besonders global orientierte Konzerne sollten in den kommenden Quartalen ihre Umsätze und Gewinne behaupten und teilweise sogar ausbauen können. Da mittelfristig durch sinkende Renditen kaum zusätzliche Performance zu erwarten ist, dürften Investoren die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen weiterhin als attraktive Zusatzrendite betrachten und den Carry vereinnahmen. Dies gilt insbesondere für den High Yield-Bereich.

## Anmerkung

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

# Aktienmarkt Deutschland

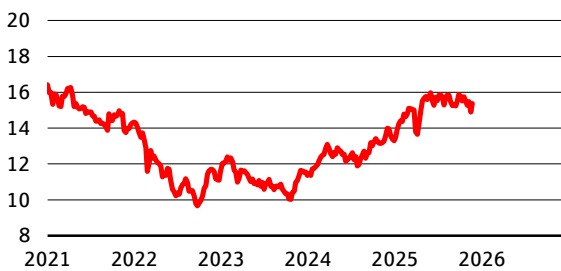
DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	03.12.19 03.12.20	03.12.20 03.12.21	03.12.21 03.12.22	03.12.22 03.12.23	03.12.23 03.12.24	03.12.24 03.12.25
		2,03%	14,47%	-4,22%	12,86%	22,07%	18,37%

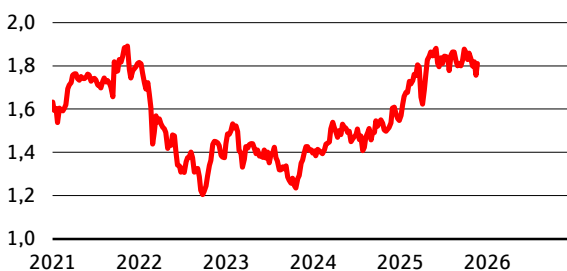
**Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**  
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	03.12.2025	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	23.694	24.132	20.017
DAX (Veränd. in % seit ...)		-1,82	18,37
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	25.000	27.000	27.000
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
DAX aktuell	15,37	1,81	2,87
DAX Ø (10 Jahre roll.)	13,20	1,53	3,27

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

## Im Fokus

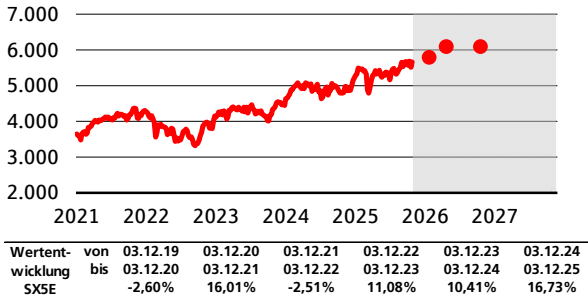
Der DAX legte 2025 einen fulminanten Jahresstart hin, handelt aber seit Mai in einer vergleichsweise engen Handelsspanne seitwärts. Damit blickt der DAX zwar absolut auf ein gutes Jahr zurück, doch enttäuschte die Performance in den letzten sechs Monaten, insbesondere mit Blick auf die kräftigen Kursgewinne an den internationalen Aktienmärkten. Entscheidend hierfür ist auf Einzeltitelebene die Schwäche von drei prominenten DAX-Aktien aus den Bereichen Software, Rüstung und Telekommunikation, die in diesem Zeitraum jeweils ~20 % verloren haben. Zentrale Gründe für die Underperformance deutscher Aktien bleiben die enttäuschten Hoffnungen der Anleger auf fiskal- und wirtschaftspolitische Reformen. Zudem gibt es wenig KI-Phantasie bei den großen deutschen Unternehmen. Die Hürde für positive Überraschungen durch etwaige Reformen oder Fiskalimpulse ist damit deutlich gesunken und könnte 2026 übersprungen werden. Damit sind die Aussichten für deutsche Aktien positiv.

## Perspektiven

Grundsätzlich sind die Aussichten für Aktien dank des soliden Wachstums der Weltwirtschaft und der steigenden Unternehmensgewinne positiv. Deutschen Aktien fehlt im Vergleich zu anderen Märkten aber vorerst ein klarer Katalysator, um bei den Kursgewinnen im Vergleich mit anderen Regionen mithalten zu können. Das könnte sich durch Anpassungen beim Fiskalstimulus, Deregulierung oder mutige wirtschaftspolitische Reformen allerdings schnell ändern. Sofern hier politisch nichts passiert, könnten die international agierenden Konzerne weiter „mit den Füßen abstimmen“ und durch Standortverlagerungen ihre Profitabilität weiter stärken, wovon Anlegern profitieren würden, während die deutsche Volkswirtschaft verliert. Vor allem die hohen Energiekosten sowie die deutlich erhöhten US-Importzölle sind hierfür weitere Argumente. Der Konsens prognostiziert für das laufende Jahr ein Gewinnplus von rund 2 % und für 2026 von rund 15 %, allerdings sind die Gewinnrevisionen im Trend weiterhin negativ. Vor allem die Schätzungen für 2026 erscheinen uns aufgrund wirtschaftlicher Risiken, des unvorteilhaften Handelsdeals sowie der EUR-USD-Wechselkursentwicklung ambitioniert.

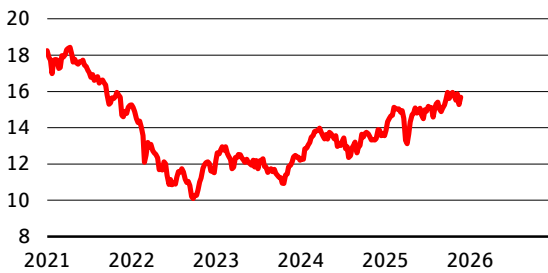
# Aktienmarkt Euroland

**EURO STOXX 50 (Indexpunkte)**



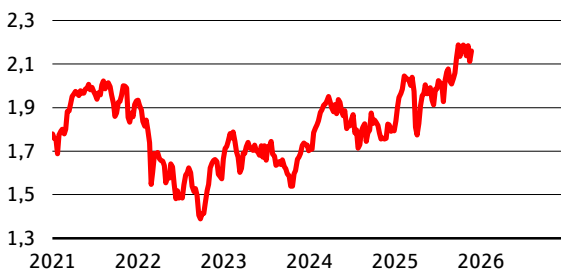
**Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**  
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

**Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50**



Quellen: Factset, DekaBank

**Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50**



Quellen: Factset, DekaBank

**Wichtige Daten im Überblick**

Aktienmarkt	03.12.2025	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	5.695	5.679	4.879
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		0,3	16,7
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EURO STOXX 50 (Indexp)	5.800	6.100	6.100
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EURO STOXX 50 aktuell	15,7	2,2	3,1
EURO STOXX 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,8	1,6	3,6

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

**Im Fokus**

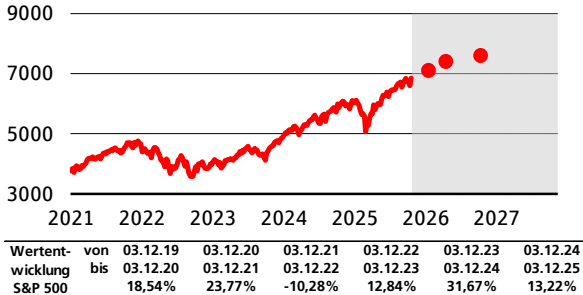
Trotz vorübergehender Schwankungen handelten Euro-land-Aktien in den letzten Wochen letztlich seitwärts. Unter der Index-Oberfläche gab es allerdings zahlreiche massive Kursgewinner und -verlierer. Am großen Bild hat sich nichts verändert: Kurzfristig erscheinen den meisten Anlegern andere Regionen attraktiver, weil sie klarere „Stories“ aufweisen mit dynamischerem Wirtschafts- und Gewinnwachstum sowie mehr KI-Exposure. In den kommenden Wochen dürfte sich das nicht ändern. Outperformance könnte vor allem aus einem ernsthaften Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine resultieren, wobei hiervon vor allem Unternehmen profitieren würden, die am Wiederaufbau mitarbeiten. Impulse dürften vorerst vor allem von den Weltmärkten kommen und zudem durch die Positionierung der Anleger zum Jahresende bzw. Neuaufstellung zum Jahresanfang 2026, was oft mit einer (taktischen) Rotation verbunden ist. Euro-land-Aktien sollten weiter ein wichtiger Bestandteil eines gut gestreuten Aktienportfolios sein und in Schwächephasen konsequent zugekauft werden.

**Perspektiven**

Die Hoffnungen der Anleger auf die fiskalpolitische Zeitenwende in Deutschland und ggf. in anderen EU-Staaten haben sich nicht erfüllt. Entsprechend fehlt Euroland-Aktien momentan im direkten Vergleich zu anderen Märkten ein wenig Perspektive. Um das zu ändern, bräuchte es Überraschungen wie umfangreiche Fusionsaktivitäten zur Schaffung „europäischer Champions“, einen Waffenstillstand und Wiederaufbau in der Ukraine, massiven Bürokratieabbau, Fortschritte im KI-Bereich oder deutlich niedrigere Produktionskosten. Mindestens bis zur Präsidentschaftswahl in Frankreich werden auch politische Risiken und die fehlende Reformbereitschaft dort immer wieder ein Marktthema sein. Die moderate Bewertung, attraktive Dividendenrenditen und die neutrale Geldpolitik der EZB sind längerfristig Argumente für gute Erträge von Euroland-Aktien. Risiken sind vor allem eine deutliche wirtschaftliche Verlangsamung und geopolitische Themen.

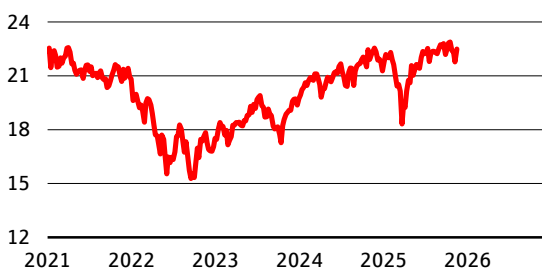
## Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



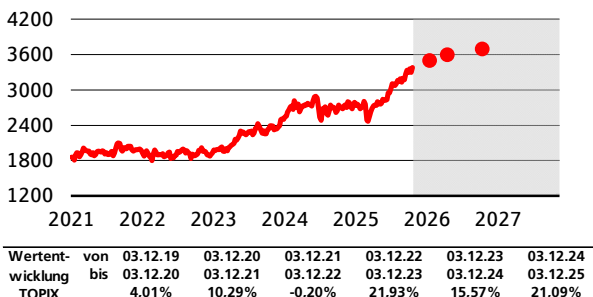
Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.  
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



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

### Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	03.12.2025	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	6.850	6.852	6.050
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		0,0	13,2
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	7.100	7.400	7.600
TOPIX (Indexp.)	3.500	3.600	3.700
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	22,5	4,8	1,2
TOPIX	16,3	1,6	2,4

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

### USA

Sorgen um zu hohe Bewertungen von KI-Aktien sowie Zweifel an der Dezember-Leitzinssenkung der US-Notenbank belasteten im November temporär. Entsprechend schwächelten vor allem Tech-Aktien. Doch wie gewohnt nutzten Anleger Schwächephasen für Käufe, und die großen Aktienindizes notierten zuletzt nahe ihren Rekordständen. Im Dezember dürften Positionierungsthemen zur Jahreswende zusammen mit der Fed-Kommunikation rund um den US-Leitzinsentscheid entscheidend für die Wertentwicklung sein, bevor ab Mitte Januar wieder die Gewinnentwicklung der Unternehmen im Fokus steht. Diese dürfte auch 2026 ein zentraler Treiber für im Trend höhere Aktiennotierungen sein. Daher sollten Anleger weiterhin in Schwächephasen zukaufen.

### Japan

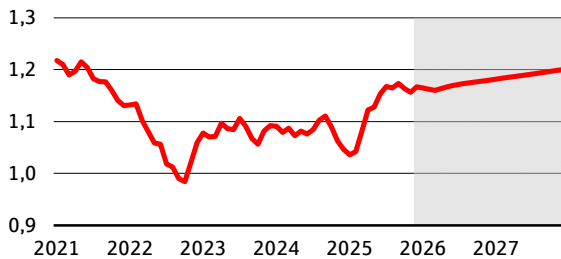
Japanische Aktien erreichten zuletzt weitere Rekordstände. Die Schwäche des Yen, die solide Konjunktur und reformorientierte Pläne der neuen Regierung unterstützten in Summe. Übergeordnet sind Aktienrückkäufe, KI-Exposure, die Normalisierung der Geldpolitik durch die Bank of Japan sowie Verbesserungen bei der Unternehmensführung wichtige Treiber. Japanische Aktien bleiben eine interessante Depot-Beimischung..

### Perspektiven

Die Aussichten für US-Aktien bleiben vorerst positiv. Die US-Wirtschaft wächst robust, und die Unternehmen steigern ihre Gewinne deutlich. Hauptrisiko sind die hohen Bewertungen, die vor allem bei KI-Aktien viel Optimismus enthalten. Offen ist, in welchem Ausmaß sich die massiven KI-Investitionen der bisher hoch profitablen Tech-Konzerne auszahlen werden. Die politische Unsicherheit ist gesunken. 2026 gehen die Risiken eher von einer Politisierung der US-Notenbank und höheren Risikoprämien bei US-Treasuries aus. Solange die Inflation im Trend sinkt, dürften die Aktienmärkte sich über US-Leitzinssenkungen freuen.

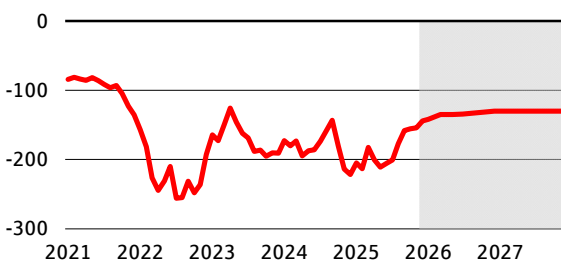
## Währungen: EUR-USD

Wechselkurs (US-Dollar je Euro)\*



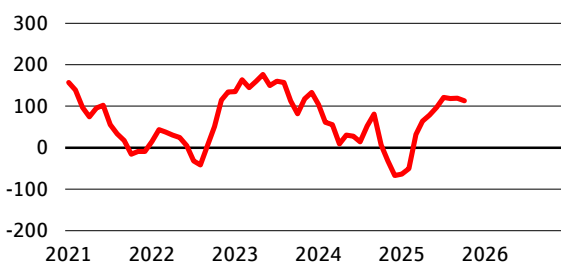
\* Anstieg bedeutet Aufwertung des Euro  
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Zinsdifferenz\* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



\* Bundesanleihen minus Treasuries  
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten\*



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

### Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	03.12.2025	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,17	1,16	1,17	1,18
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-143	-135	-135	-130
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-132	-130	-125	-115
Leitzins EZB (%)	2,00	2,00	2,00	2,00
Leitzins Fed (%)	3,75-4,00	3,25-3,50	3,00-3,25	3,00-3,25
<b>Konjunkturdaten</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,3	1,2	1,4	
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	2,0	2,1	2,2	
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,1	1,9	2,1	
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,8	2,8	1,9	

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

### Im Fokus

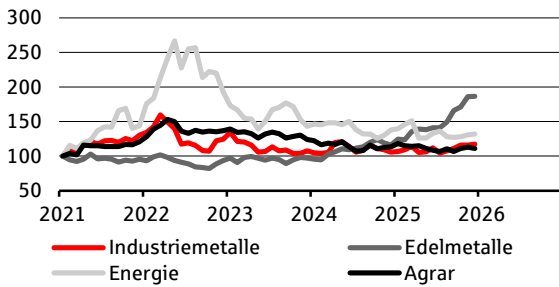
Nach dem Ende des „Government Shutdown“ in den USA Mitte November und infolge der dovishen Kommunikation der US-Notenbanker, die eine Leitzinssenkung im Dezember andeutet, haben die Zinssenkungserwartungen an die Fed zugenommen. Dies hat den US-Dollar belastet, Anfang Dezember stieg der Wechselkurs auf 1,16 USD je EUR. In den USA werden die Meldungen der Makro-Daten verzögert nachgeholt. So wird der Wechselkurs im Dezember eine Menge an US-Nachrichten verarbeiten müssen: Zwei Arbeitsmarktberichte, Inflationsdaten, das BIP für das dritte Quartal, den Zinsentscheid der Fed, und zudem die Bekanntgabe des Nachfolgers des Fed-Chefs Powell, dessen Amtszeit im Mai 2026 endet. Somit steht der EUR-USD-Wechselkurs auch zum Jahresende unter großem Einfluss der US-Themen, wie es bereits das gesamte Jahr 2025 der Fall war.

### Perspektiven

Nachdem im Jahr 2025 das erratische Handeln der Trump-Regierung den US-Dollar gegenüber dem Euro stark abwerten ließ, dürften nun die makroökonomischen Einflussfaktoren wieder stärker den Ton für den EUR-USD-Wechselkurs vorgeben. Der Großteil des Vertrauensverlusts in die US-Regierung sowie die neue Zollpolitik, inklusive der zahlreichen Zoll-Deals, scheinen vorerst eingepreist zu sein. Der US-Dollar dürfte allerdings weiter zur Schwäche neigen, wenngleich in einem begrenzten Ausmaß. Denn der Greenback wird durch ein dynamisches Wirtschaftswachstum (unterstützt durch KI-Investitionen) sowie das höhere Zinsniveau in den USA gestützt. Allerdings dürfte sich dieser Wachstums- und Zinsvorsprung gegenüber Euroland perspektivisch reduzieren. Zum einen erwarten wir eine moderate Belebung der Euroland-Konjunktur aufgrund der fiskalischen Impulse, insbesondere aus Deutschland. Zum anderen dürfte die US-Notenbank ihren Zinssenkungszyklus fortsetzen und gegen Mitte 2026 das neutrale Leitzinsniveau von 3,00 % bis 3,25 % erreichen. Vor diesem Hintergrund sehen wir eine langsame Aufwertung des Euro in Richtung der Marke von 1,20 USD. Risiken für den US-Dollar können sich aus dem weiteren Handeln Trumps sowie aus seinen Bemühungen, die Fed zu politisieren, ergeben.

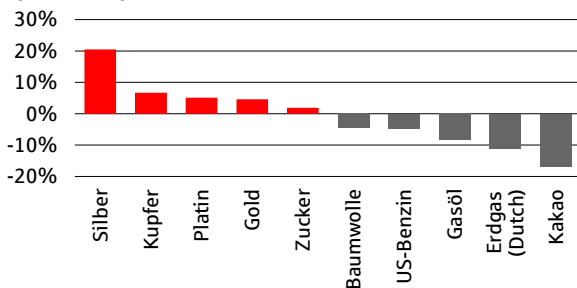
# Rohstoffe im Überblick

**Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2021 = 100)**



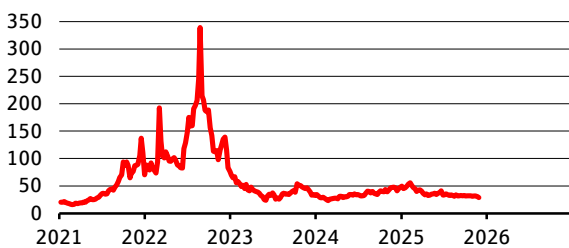
Quellen: Bloomberg, DekaBank

**Tops und Flops der letzten vier Wochen\***



\* Veränderungsrate in %; Quellen: Bloomberg, DekaBank

**Europäischer Gaspreis\* (Dutch TTF)**



\* Einheit: EUR/MWh

Quellen: Bloomberg, DekaBank

**Wichtige Daten im Überblick**

Rohstoffe	03.12.2025	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	28,3	1,9	3,6
BCOM Industriemet.	155,8	1,1	6,6
BCOM Edelmetalle	428,2	8,5	56,8
BCOM Agrar	55,9	-1,5	0,0

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

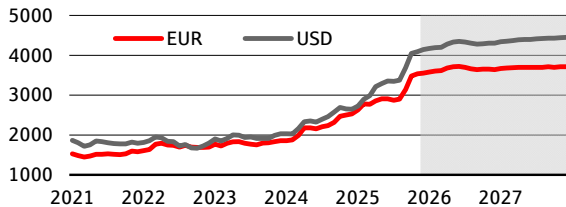
Das Jahr 2025 neigt sich dem Ende entgegen und wie so oft in diesem Jahr weisen im Vormonatsvergleich wieder mal die Edelmetalle den stärksten Preisanstieg auf. Doch anders als in den Vormonaten war nicht Gold, sondern Silber der Performance-Treiber. Die Silbernotierung erreichte Anfang Dezember ein neues Allzeithoch, unterstützt durch gestiegene Leitzinssenkungserwartungen an die US-Notenbank Fed, was dazu führte, dass das Gold/Silber-Verhältnis ein 18-Monatstief erreichte. Aufwärts ging es auch beim Unterindex für den Energiesektor, allerdings war dies in erster Linie auf den US-Erdgaspreis zurückzuführen. Hier zeichnete sich eine gegenläufige Entwicklung zu Europa ab. Während der amerikanische Gaspreis anstieg, ist der europäische Gaspreis Ende November das erste Mal seit eineinhalb Jahren unter 30 Euro je MWh gerutscht. Überdurchschnittlich milde Temperaturen gepaart mit der Aussicht bzw. der Hoffnung auf ein Ende des Krieges in der Ukraine sorgten für mehr Gelassenheit am europäischen Gasmarkt. Die Industriemetalle blieben im Vergleich zum Vormonat weitgehend unverändert.

## Perspektiven

Geopolitische Spannungen, eine weiterhin moderate Inflation und die unberechenbare Handelspolitik der USA dürften die Rohstoffmärkte im Prognosezeitraum bis Ende 2027 maßgeblich beeinflussen, wobei das weltweite Wirtschaftswachstum von rund 3 % das Fundament bildet. Das für viele Rohstoffsegmente entscheidende Wachstum Chinas dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit schwach bleiben. Besonders bei den Industriemetallen dämpft die schwache chinesische Konjunktur die Nachfrage. Gleichzeitig besteht das Risiko, dass ein intensiverer wirtschaftlicher Konflikt zwischen den USA und China die Lieferketten stört und dadurch stärkere Preisschwankungen ausgelöst werden. Vor diesem Hintergrund wird das neue globale Gleichgewicht zunehmend von regional ausgerichteten Produktionsmustern geprägt sein. Insgesamt ist daher nur mit einer moderaten Zunahme der weltweiten Rohstoffnachfrage zu rechnen. Die Edelmetalle werden im Prognosezeitraum noch etwas Unterstützung durch die Lockerung der Geldpolitik erhalten. Zudem ist damit zu rechnen, dass die geopolitische Risikoprämie für eine längere Phase erhöht bleibt. Grundsätzlich ist zu beachten, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Wertschwankungen auftreten können.

# Rohstoffe: Gold

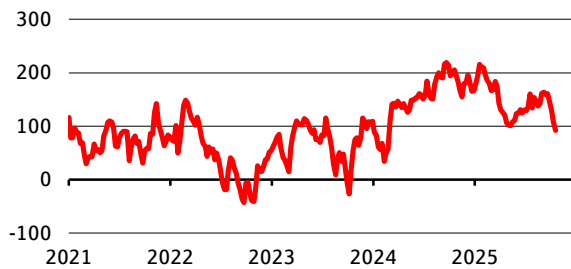
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	30.11.19	30.11.20	30.11.21	30.11.22	30.11.23	30.11.24	30.11.25
Gold in Euro		11,65%	5,56%	7,95%	10,57%	34,34%	44,60%	
Gold in USD		21,16%	-0,12%	-1,56%	16,73%	30,37%	58,76%	

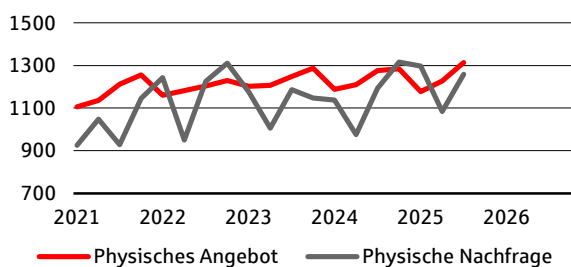
**Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**  
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten\*



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

Physisches Angebot und Nachfrage\*



\* in Tonnen; Quellen: World Gold Council, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Edelmetalle	03.12.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	3598,68	3482	2512
Gold (USD je Feinunze)	4199,30	4014	2645
Silber (EUR je Feinunze)	49,64	42	30
Silber (USD je Feinunze)	57,92	48	31
<b>Prognose DekaBank</b>	<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
Gold (EUR je Feinunze)	3620	3720	3640
Gold (USD je Feinunze)	4200	4350	4300

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

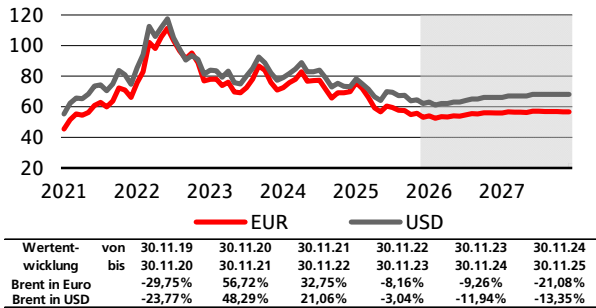
Von der kurzzeitigen Korrektur Anfang November hat sich die Goldnotierung noch nicht vollständig, aber ein Stückweit erholt. Der Preis für eine Feinunze rutschte von seinem damals erreichten Rekordwert von gut 4.350 US-Dollar kurzzeitig auf unter 4.000 US-Dollar. Mehr als die Hälfte dieser Preiskorrektur wurde seitdem wieder aufgeholt. Zu der jüngsten Erholung dürften sowohl ein schwächerer US-Dollar als auch gestiegene Leitzinssenkungserwartungen der Marktteilnehmer an die US-Notenbank Fed beigetragen haben. Damit wird die Goldnotierung am Jahresende wohl wieder eine enorm starke Performance hingelegt haben, zu der auch die Goldkäufe der Notenbanken, vor allem aus den Schwellenländern, und die Nettomittelzuflüsse bei den physisch gedeckten Gold-ETFs verholten haben. Es bleibt fraglich, ob die starke Dynamik bei den Nettomittelzuflüssen der Gold-ETFs Bestand haben wird, aber die Notenbankkäufe dürften die Goldnotierung längerfristig weiter stützen.

## Perspektiven

Anfang 2026 dürfte die Neubesetzung an der Spitze der Fed die geldpolitische Ausrichtung der USA und damit auch die Diskussion über eine zunehmende Politisierung der US-Notenbank stärker in den Mittelpunkt rücken. Zugleich sprechen die zu erwartenden Leitzinssenkungen der Fed sowie ein tendenziell schwächerer US-Dollar für ein Umfeld, das die Goldnotierung grundsätzlich unterstützt, bevor im weiteren Jahresverlauf die US-Midterm-Elections eine erhöhte politische Unsicherheit erzeugen dürften. Strukturell bleibt die Goldnachfrage der Notenbanken ein wichtiger Stützpfiler. Die Käufe dürften auf erhöhtem Niveau verharren, jedoch nicht weiter zunehmen, da die globalen Währungsreserven perspektivisch nur noch langsam wachsen oder zeitweise stagnieren dürften. Die physisch gedeckten Gold-ETFs werden hingegen eine volatilere Nachfragekomponente bleiben und Preisbewegungen phasenweise verstärken, sowohl nach oben als auch nach unten. Geopolitische Spannungen und die US-Handelspolitik stellen im gesamten Prognosezeitraum ein Aufwärtsrisiko für die Goldpreisprognose dar, während die mit der US-Handelspolitik verbundenen Inflationsrisiken und damit mögliche ausbleibende US-Leitzinssenkungen ein Abwärtsrisiko begründen. Alles in allem ergibt sich für den Prognosezeitraum ein konstruktives Bild für die Goldnotierung, wenngleich temporäre Korrekturen nicht auszuschließen sind. Langfristig dürfte die Goldnotierung mindestens die globale Inflation widerspiegeln.

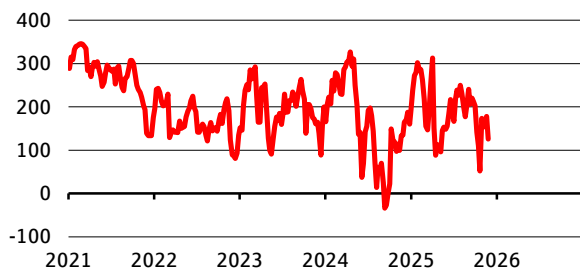
# Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



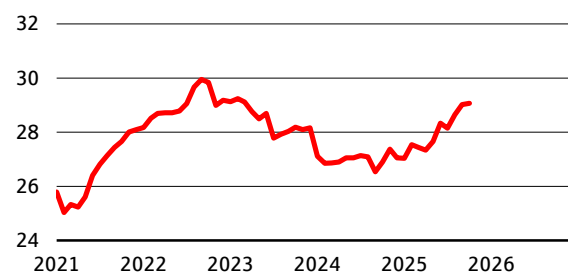
**Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**  
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung\* der Spekulanten



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

OPEC Produktion (Mio. Barrels pro Tag)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Rohöl (Preis je Barrel)	03.12.2025	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	53,7	56,3	69,9
Brent (USD)	62,7	64,9	73,6
WTI (USD)	59,0	61,1	69,9
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	53	54	56
Brent (USD)	62	63	66
WTI (USD)	59	60	63

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Im Fokus

Der Preis für das Fass der Ölsorte Brent fiel unter die Marke von 65 US-Dollar und notiert damit fast 15 % unter seinem Vorjahresniveau, in Euro sogar um mehr als 20 % darunter. Jenseits der üblichen Marktschwankungen prägt weiterhin ein Überangebot am globalen Ölmarkt das Bild und ist verantwortlich für den Preisrückgang. Seit den Sommermonaten klappt die Lücke zwischen Produktion und Verbrauch weltweit stärker auseinander. Trotz einer zuletzt wieder leicht anziehenden Ölnachfrage betrug die Differenz zwischen Ölförderung und Verbrauch im November etwas mehr als 2,5 Mio. Fass täglich. Angebotsseitig kommen im Dezember von der OPEC+ weitere 137 Tausend Fass auf den Markt, im ersten Quartal 2026 wollen die Kartellmitglieder aber ihre Ölförderung nicht weiter erhöhen. Derweil ist der Ölverbrauch weltweit konjunkturbedingt gedämpft. Wir erwarten auch für die kommenden Quartale keine starke Ölnachfragedynamik. Daher dürfte im Jahresverlauf 2026 das Überangebot am Ölmarkt zwar schrumpfen, aber stärkere Preisanstiege sind dennoch nicht zu erwarten.

## Perspektiven

In den nächsten Quartalen dürfte das Thema Überangebot den weltweiten Ölmarkt dominieren und stärkeren Ölpreisanstiegen entgegenstehen. Die Nachfrage wird konjunkturbedingt allenfalls geringfügig an Dynamik zulegen, während das Angebot ausgehend von der OPEC+ und von den USA reichlich sein dürfte. Denn gerne würden die OPEC-Mitglieder noch mehr Öl auf den Markt bringen, um die relativ niedrigen Ölpreise über die höheren Mengen auszugleichen. Das Kartell verfolgt nämlich die Strategie der Verteidigung der eigenen Marktanteile und nimmt dafür niedrigere Ölpreise in Kauf. Auch die USA versuchen, ihre Ölexporte zu erhöhen. Unter der Trump-Administration wird die Ölförderung politisch gefördert, Umweltauflagen bezüglich Fracking werden aufgehoben. All das bedeutet im Prognosezeitraum eher Abwärtsdruck auf die Ölpreise. Ein Angebotsrisiko stellen hingegen die weiterhin vor allem nach Asien verkauften russischen Ölexporte dar, sollten sie versiegen. Perspektivisch spielt für den Rohölmarkt auch die globale Absichtserklärung, die Netto-Emissionen von Kohlendioxid bis 2050 auf Null zu senken, weiterhin eine wichtige Rolle, obwohl sich das Bekenntnis der Weltgemeinschaft, aus fossilen Energien auszusteigen, nicht mehr so klar zu vernehmen ist. Aber es bleibt dabei: Langfristig wird Rohöl an Bedeutung verlieren und deshalb tendenziell im Preis nachgeben.

## Szenarien

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 80 %)

- Ausgelöst durch die geopolitischen, technologischen und demografischen Veränderungen durchläuft die Weltwirtschaft einen tiefen strukturellen Wandel. Dennoch bleibt das globale Wachstum bis 2027 bei rund 3 % pro Jahr.
- Erratische Politik der US-Regierung mit Zollerhöhungen und Begrenzung der Migration bremst US-Konjunktur.
- Geplante umfangreiche Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur stärken in Deutschland den konjunkturellen Aufschwung. Euroland-Konjunktur profitiert ebenfalls von höheren Ausgaben für Verteidigung.
- EZB hält Leitzinsen konstant auf neutralem Niveau. US-Notenbank Fed erreicht im Jahr 2026 das neutrale Niveau von gut 3 %. Notenbanken achten darauf, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben.
- Lockerung der Geldpolitik stützt Konjunktur und Kapitalmärkte. Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- In China begrenzen der Zollstreit mit den USA, die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Große handelspolitische Unsicherheit kann jederzeit für erhöhte Schwankungen an den Märkten sorgen.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit sowie von höheren Rüstungsausgaben.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkrafterhalt der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenarien (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Einführung massiver Handelsbeschränkungen durch die USA und entsprechende Gegenreaktionen führen zu einem Handelskrieg u.a. mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- Politisierung wichtiger US-Institutionen wie der Notenbank Fed führen zu starker Verunsicherung und Vertrauensverlust an den Märkten.
- Stark steigende Staatsverschuldung löst eine Schuldenkrise aus und birgt das Risiko einer umfassenden Finanzkrise.
- Deutlich höhere Inflationsraten aufgrund von umfassenden protektionistischen Maßnahmen oder von spürbar steigenden Staatsschulden lösen Lohn-Preis-Spirale aus. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer nochmaligen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die zu einer massiven Rezession führt.
- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Deutlich verschärfte Konfrontation zwischen zwei Blöcken mit den USA und China als Leitmächten bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regimes verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.

### Positivszenarien (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Einfrieren der geo- und handelspolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Eine beherzte Konsolidierung der öffentlichen Staatshaushalte sowie durchgreifende Strukturreformen stärken das globale Wachstum.
- Digitale Technologien führen zu kräftigen Produktivitätssteigerungen und wirken damit als Gewinnstreiber für die Unternehmen mit der Folge spürbar steigender Aktienkurse und Investitionen.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

**Redaktionsschluss:** 04.12.2025 (7 Uhr)  
**Nächste Ausgabe:** 16.01.2026

**Herausgeber:**

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

**Impressum:**

<https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

**Disclaimer:**

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



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

Telefon: (0 69) 71 47 - 0  
[www.deka.de](http://www.deka.de)

**Überreicht durch:**

Sparkasse Fulda  
Buttermarkt 2-6  
36037 Fulda  
Tel.: (06 61) 8 57 - 28888  
[www.sparkasse-fulda.de](http://www.sparkasse-fulda.de)