

GDV Gesamtverband der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Wirtschaft und Märkte zwischen KI-Boom und geopolitischen Brüchen

NOVEMBER 2025
Economics & Finance Perspectives

Autor

Dr. Kay Seemann
k.seemann@gdv.de

Executive Summary

In den USA treiben die enormen Investitionen in den KI-Sektor das aktuelle Wirtschaftswachstum. Der gleichzeitige Rückgang des Konsumentenvertrauens legt jedoch nahe, dass dieses Wachstum nicht breit diversifiziert ist. Europa zeigt kleine positive Wachstumsanzeichen bei gleichzeitig wachsenden regionalen Divergenzen. Deutschland kämpft auch im Herbst weiter mit strukturellen Problemen. Gleichzeitig keimt die Hoffnung, dass fiskalische Impulse und zarte Strukturreformen die Wirtschaft wieder beleben könnten.

Die Aktienmärkte werden weiter von der KI-Euphorie getrieben und zeigen teils extrem hohe Bewertungen. Die Anleihenmärkte haben sich dagegen trotz der gestiegenen Risiken und geopolitischen Unsicherheiten weiter als stabil erwiesen. Die Investoren-Zusammensetzung bei Anleihen wird aber zunehmend wichtiger: Renditegetriebene Investoren wie in Frankreich reagieren empfindlich auf politische Schocks. Safe-Haven-Investoren (in Deutschland) agieren dagegen antizyklisch. Inländische Haushalte (wie in Italien) stabilisieren die Märkte durch langfristiges Halteverhalten.

GESAMTWIRTSCHAFT

Robustes Wachstum in den USA bei fragiler Stimmung

KI-Boom wesentlicher Treiber des US-Wachstums. Das zweite Quartal wurde nach Revisionen mit 3,8 % annualisiert ausgewiesen, getragen von privaten Konsumausgaben, die 2,8 Prozentpunkte zum Wachstum beitrugen. Ein wesentlicher Treiber ist der KI-Investitionsboom. Laut Allianz Research steuerten Investitionen in Künstliche Intelligenz allein 1,1 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum in den USA bei.

Die US-Wirtschaft präsentierte sich aber auch im dritten Quartal 2025 widerstandsfähiger als erwartet, allerdings erschwerte der Government Shutdown von Anfang Oktober mit einer Dauer von 43 Tagen die präzise Datenerfassung erheblich. Die offizielle BIP-Veröffentlichung wurde aufgrund des Shutdowns verschoben. Die verfügbaren Schätzungen zeigen jedoch eine bemerkenswerte Spannbreite: Das GDPNow-Modell der Atlanta Fed projizierte Anfang November eine annualisierte Wachstumsrate von 4,0 %, während das Wall Street Journal Survey Mitte Oktober lediglich 2,7 % erwartete.

Konsumentenvertrauen ist im Keller. Der Consumer Sentiment Index der University of Michigan fiel im Oktober auf 53,6 Punkte. Für November zeigte der Index am Monatsanfang sogar nur noch 50,3 Punkte. Diese Werte signalisieren normalerweise eine Rezession. Also noch ein weiterer Hinweis darauf, dass das Wachstum in den USA nicht breit aufgestellt ist.

Auch unter Unternehmern herrscht Pessimismus, allerdings mit sektoralen Unterschieden. Der ISM Manufacturing PMI für Oktober lag bei 48,7 Punkten und signalisiert damit eine Kontraktion im verarbeitenden Gewerbe. Der Services PMI hingegen überraschte positiv mit 52,4 Punkten, was zeigt, dass die Dienstleistungswirtschaft weiterhin expandiert.

Die Erklärung für diese Stimmungskrise liegt möglicherweise in der Wahrnehmung von Inflation. Während Ökonomen Jahresraten betrachten, vergleichen Verbraucher heutige Preise häufig mit denen vor der Pandemie. Kumuliert liegen die Preise etwa 21 % höher als 2019, was das Kaufkraftgefühl nachhaltig beeinträchtigt haben könnte.

Die Inflation in den USA bleibt hartnäckig. Die September-Daten zeigten einen leichten Wiederanstieg. Der Verbraucherpreisindex stieg auf 3,0 % im Jahresvergleich, nach 2,9 % im August. Benzinpreise kletterten im September um 4,1 % nach oben, Nahrungsmittel verteuerten sich um 3,1 % jährlich.

Möglicherweise zeigen sich erste Zolleffekte bei der Preisentwicklung für Haushaltsmöbel, die mit 4,1 % deutlich zulegten. Fed-Chair Powell schätzte in seiner Pressekonferenz, dass die Zölle die Kerninflation um 50 bis 60 Basispunkte nach oben getrieben hätten. Die Gesamtreaktion der Inflation bleibt allerdings verhaltener als befürchtet, was sich durch drei Faktoren erklären lässt. Erstens wurden laut Zolleinnahmedaten die Ankündigungen erst zur Hälfte umgesetzt. Zweitens kompensieren sinkende Dienstleistungspreise die Güterinflation teilweise. Drittens haben Unternehmen Kostensteigerungen bislang hauptsächlich durch niedrigere Margen aufgefangen.

GDV-Economic Research rechnet weiter damit, dass die Zolleffekte noch nicht ihre volle Wirkung entfaltet haben. Derzeit sind noch nicht alle Zollankündigungen umgesetzt. Wir rechnen zusätzlich auch damit, dass Unternehmen, welche die Zolleffekte

© GDV 2025

zunächst teilweise mit einer Reduktion der Gewinnmargen abgepuffert haben, diese mittelfristig aber an die Konsumenten weitergeben werden.

Das USA-China-Abkommen von Ende Oktober markierte einen stabilisierenden Meilenstein. Die USA und China einigten sich auf eine teilweise Entspannung. Die US-Zölle auf chinesische Waren sanken von zeitweise über 100 % auf 47 %, China setzte seine Vergeltungszölle aus und verpflichtete sich zu jährlichen Sojabohnenkäufen von 25 Millionen Tonnen für 2026 bis 2028. Bei den seltenen Erden hingegen gab China nach. Die im Dezember 2024 verhängten (und im Oktober 2025 nochmal verschärften) Exportbeschränkungen wurden zunächst für 12 Monate ausgesetzt.

Die Entspannung im Handelskonflikt scheint jedoch fragil. Der Supreme Court diskutiert aktuell über die Rechtmäßigkeit der Zölle, die Präsident Trump ohne Kongress-Zustimmung unter Berufung auf ein Notstandsgesetz von 1977 verhängt hatte. Sollten die Richter die Zölle für illegal erklären, wären möglicherweise Rückzahlungen in Milliardenhöhe fällig.

Euroraum mit unspektakulären Aussichten

Europa zeigt vorsichtige Wachstumsanzeichen bei gleichzeitig wachsenden regionalen Divergenzen.

Das BIP-Wachstum im Euroraum für das dritte Quartal überraschte mit 0,2 % Wachstum gegenüber dem Vorquartal. Im Jahresvergleich betrug das Plus 1,3 %. Hinter dieser Gesamtzahl verbergen sich jedoch bemerkenswerte regionale Unterschiede.

Spanien führt mit 0,6 % Quartalswachstum und bestätigt damit seine Rolle als Wachstumstreiber Europas. Frankreich überraschte trotz politischer Dauerkrise mit 0,5 %, hauptsächlich getragen von staatlichen Ausgaben. Deutschland und Italien stagnierten beide bei null Prozent. Die Wachstumsimpulse kamen hauptsächlich durch die Binnennachfrage, während der Außenbeitrag weiter belastete.

Die Stimmung bei Unternehmern hat sich merklich aufgehellt. Der Einkaufsmanagerindex für Oktober lag bei 52,5 Punkten, etwas besser als vorläufig gemeldet und komfortabel über der Expansionsschwelle von 50. Besonders der Dienstleistungssektor sendet mit 53 Punkten positive Signale, während das verarbeitende Gewerbe mit exakt 50 Punkten an der Schwelle zwischen Schrumpfung und Expansion balanciert.

Die Inflation in der Eurozone nähert sich wieder dem Zwei-Prozent-Ziel der EZB. Im Oktober lag die Teuerungsrate bei 2,1 % im Jahresvergleich (2,2 % im September), die Kerninflation bei 2,4 %. Die Aufschlüsselung zeigt, dass Energie mit -4,7 % jährlich deutlich deflationär wirkt und Nahrungsmittel moderat um 2,3 % stiegen. Doch Dienstleistungen verharren bei 3,4 %, getrieben durch kräftiges Lohnwachstum von 4,5 bis 5,0 % in vielen Euroländern. Die Herausforderung für die EZB liegt darin, die Inflation nachhaltig auf zwei Prozent zu drücken, während die Dienstleistungskomponente, die etwa die Hälfte des Warenkorbs ausmacht, erhöht bleibt.

Deutschlands Stagnation kombiniert mit fiskalischen Hoffnungen

Deutschland kämpft im Herbst weiter mit strukturellen Problemen. Gleichzeitig keimen Hoffnungen auf, dass fiskalische Impulse und zarte Strukturreformen die Wirtschaft wieder beleben könnten.

Deutschland stagnierte im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal, nach minus 0,2 % im zweiten Quartal. Die Jahreswachstumsrate von 0,1 % zeigt, dass die größte Volkswirtschaft Europas seit Monaten (und Jahren) auf der Stelle tritt.

Die Septemberdaten zeigten ein gemischtes Bild. Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe stiegen zwar im September gegenüber August um 1,1 % und übertrafen damit die Erwartungen leicht, doch im Gesamtquartal lagen sie 1,5 % unter dem Vorquartal. Positive Impulse kamen vor allem aus der Automobilindustrie und der Herstellung elektrischer Ausrüstungen, während Metallerzeugnisse deutlich zurückgingen.

Die Lage der deutschen Industrie ist aber weiterhin prekär, jedoch etwas weniger dramatisch, als es der starke Rückgang der Produktion im August zwischenzeitlich vermuten ließ. Die vorläufigen Zahlen für August nahmen an, dass die gesamte Industrieproduktion in einem Monat um 4 % gesunken war und die der Autoindustrie um fast ein Fünftel. Revidierte Daten zeigen einen geringeren Abfall im August und eine Erholung im September, so dass die Produktion im weniger volatilen Dreimonatsvergleich um weniger als 1 % zurückging. Das scheint angesichts der US-Zölle moderat. Teil der Erklärung für die Schwankungen könnte sein, dass bis Ende August noch Unklarheit über die Erleichterungen bestand, die der Zoll-Deal mit den USA für die Automobilbranche bringt. Für diese Interpretation spricht auch, dass die deutschen Exporte in die USA im September nach fünf Rückgängen in Folge deutlich anstiegen.

© GDV 2025

Vorsichtiger Optimismus für die Zukunft. Der ifo-Geschäftsklimaindex stieg im Oktober auf 88,4 Punkte von 86,9 im September. Nennenswert war die Entwicklung der Erwartungskomponente, die sich auf 92,8 von 89,5 Punkten verbesserte. Unternehmen blicken hoffnungsvoller in die Zukunft, möglicherweise in Erwartung der angekündigten fiskalischen Impulse und in einer sich abschwächenden Handelsunsicherheit. Die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage verschlechterte sich dagegen leicht auf 84,3 von 84,4 Punkten.

Bei den Verbrauchern sieht es schlechter aus. Das GfK-Konsumklima fiel im November auf minus 24,1 Punkte nach minus 21,2 im Oktober. Die Sorgen um die eigene finanzielle Situation und die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung lasten auf der Kauflaune.

Die Inflation in Deutschland entwickelt sich ähnlich wie in der Eurozone insgesamt. Die Inflationsrate für Oktober betrug 2,3 % im Jahresvergleich nach 2,4 % im September. Die Kernrate verharrte bei 2,8 %. Besonders auffällig ist, dass die Dienstleistungsinflation erneut leicht auf 3,5 % anzog. Dies reflektiert den Lohndruck in arbeitsintensiven Sektoren, verstärkt durch Mindestlohnerhöhungen.

Bei den fiskalischen Impulsen und Strukturreformen steht die Erreichbarkeit der ambitionierten Ausgabenziele im Fokus. Bundeshaushaltsdaten zeigen zwar einen signifikanten Ausgabenanstieg im September, dennoch dürfte die Bundesregierung ihre Ausgaben- und Defizitpläne für 2025 wahrscheinlich deutlich unterschreiten.

Mit dem Kabinettsbeschluss zur Entbürokratisierung wurden konkrete Gesetzesentwürfe auf den Weg gebracht. Die Koalition plant in dieser Legislaturperiode eine Reduktion der Bürokratiekosten um 25 %. Wirtschaftsministerin Reiche kündigte zudem die Einführung eines Industriestrompreises an, der energieintensive Unternehmen unterstützen soll.

Die Bundesregierung erarbeitet einen neuen China-Aktionsplan zur Stärkung der wirtschaftlichen Resilienz. Die „Hightech Agenda Deutschland" zielt auf höhere wirtschaftliche Unabhängigkeit durch Förderung ausgewählter Schlüsseltechnologien.

Trotz aktueller Schwächen rechnen wir in diesem Jahr mit einem Mini-Wachstum der deutschen Wirtschaft von +0,3 %. Im kommenden Jahr sollten die Fiskalimpulse das BIP-Wachstum auf +1,3 % schieben (nicht kalenderbereinigt). Wobei der Kalendereffekt aufgrund weniger Feiertage in 2026 die auf Wochentage fallen mit 0,3 Prozentpunkten nennenswert ist.

FINANZMÄRKTE

Geldpolitik im Dilemma

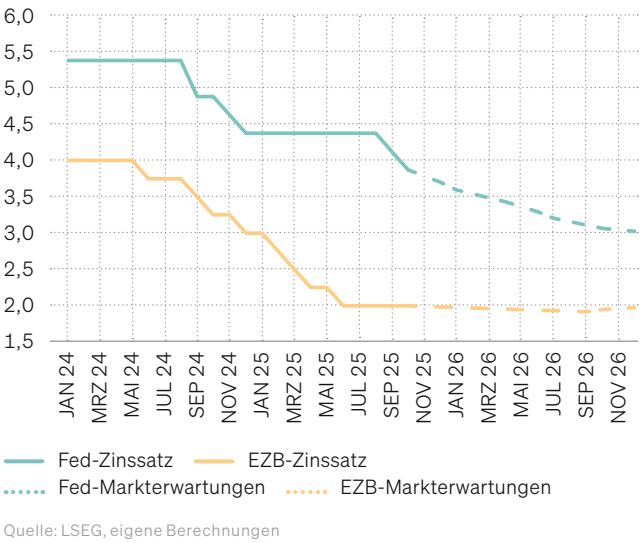
Die geldpolitischen Wege von EZB und Fed verlaufen weiterhin in entgegengesetzte Richtungen. Die Europäische Zentralbank hat nach acht Zinssenkungen seit 2024 ihren Einlagezins bei 2,0 % stabilisiert und signalisiert bei ihrer letzten Sitzung Ende Oktober Zurückhaltung bei weiteren Schritten. Der Inflationsausblick bleibt weiterhin unsicher und trotz schwacher Konjunkturdaten verharrt die EZB in einer abwartenden Haltung. An den Märkten ist daher keine weitere Zinssenkung bis Ende 2026 eingepreist (siehe Abb. 1).

Einige Analysten sehen zum Ende des kommenden Jahres jedoch die ersten Zinserhöhungen aufgrund möglichen Inflationsdrucks durch die expansive Fiskalpolitik Deutschlands und strukturelle Arbeitsmarktengpässe in der Eurozone.

Wir sehen im aktuell fragilen makrofinanziellen Umfeld keine Zinsänderungen seitens der EZB bis Ende des kommenden Jahres. Gleichzeitig erwarten wir, dass die EZB sehr wohl angemessen auf Schocks reagieren wird. Sei es bei erneutem Inflationsdruck mit Zinsanhebung oder bei deutlich deflatorischen Tendenzen und negativen konjunkturellen Überraschungen mit weiteren Zinssenkungen.

Zinserwartungen: EZB unverändert, Fed zieht nach

Abb. 1 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STR Forward Swaps und Fed Fund Futures, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

© GDV 2025

Auf der anderen Seite des Atlantiks setzte die Fed hingegen ihre Zinssenkungen fort. Nach Zinssenkungen im September und Oktober um jeweils 25 Basispunkte liegt die Fed Funds Rate aktuell bei 3,75 bis 4,0 %. Das entspricht einer Zinsdifferenz von fast 200 Basispunkten zur EZB. Ebenfalls wurde im Oktober beschlossen, die Bilanzreduzierung (QT) zum 1. Dezember zu beenden. Fed-Chef Powell machte zuletzt deutlich, dass die Zollpolitik der Trump-Administration voraussichtlich die Inflation antreiben und das Wirtschaftswachstum belasten wird. Diese Einschätzung hält die Fed von weiteren Zinssenkungen ab, trotz vehementer politischer Forderungen aus dem Weißen Haus. In seiner Pressekonferenz Ende Oktober dämpfte Powell die Erwartungen einer Zinssenkung im Dezember. Diese sei „keineswegs ausgemacht". Diese Wortwahl signalisiert, dass die Fed vorsichtiger geworden ist. Aktuell gehen Marktteilnehmer mit einer Wahrscheinlichkeit von 36 % von einer weiteren Zinssenkung im Dezember von 25 Basispunkten aus. Die September-Dot-Plots der Fed-Mitglieder implizierten einen Median von 3,6 % für Ende 2025 und zeigten damit einen etwas stärkeren Senkungspfad als derzeit eingepreist.

Die Fed rechnet nun nur noch mit 1,4 % Wirtschaftswachstum für 2025 und einer Inflationsrate von 3,0 %, was die Komplexität ihrer geldpolitischen Entscheidungen unterstreicht. Der mittelfristige Zinsausblick dürfte auch maßgeblich davon abhängen, inwieweit die US-Administration die personelle Zusammensetzung des Fed-Boards in den kommenden Monaten beeinflussen wird. Aktuell sehen die marktimplizierten Erwartungen bis Ende 2026 noch weitere Zinssenkungen der Fed von 87 Basispunkten.

Anleihenmärkte bleiben gefragt

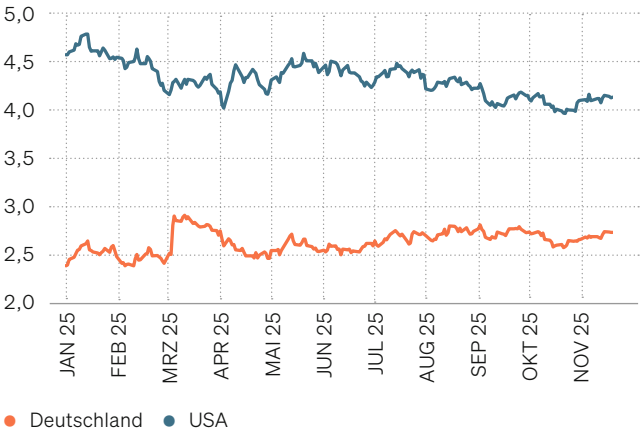
Zehnjährige US-Treasury-Renditen bewegten sich zuletzt in einem schmalen Korridor zwischen 3,97 und 4,16 %, aktuell bei etwa 4,13 % und damit wieder nahe der 4-Prozent Marke (siehe Abb. 2). Die Renditen fielen zunächst nach den Fed-Zinssenkungen im September, erreichten Mitte Oktober mit knapp unter vier Prozent den niedrigsten Stand seit April. Am aktuellen Rand kehrte sich die Bewegung aber um. Powells restriktive Rhetorik, als er eine Dezemberkürzung für unsicher erklärte, stützte diesen Anstieg.

Strukturelle Sorgen belasten US-Staatsanleihen. Das US-Haushaltsdefizit von 7,1 % des BIP im Fiskaljahr 2025 ist für Friedenszeiten bei Vollbeschäftigung außergewöhnlich hoch. Die Schuldenquote liegt bei 123 % des BIP und steigt weiter. Diese fiskalischen Kennzahlen werfen Fragen über die langfristige Nachhaltigkeit auf, insbesondere nachdem Moody's die USA im Mai 2025 von Aaa auf Aa1 herabgestuft hatte.

Gestiegene Unsicherheiten stellen den Status von US-Treasuries als ultimativen sicheren Hafen zeitweise infrage. In Phasen erhöhter Unsicherheit stiegen die Renditen zuletzt, anstatt zu fallen, was auf strukturelle Bedenken hindeutet. Die erwarteten massiven Anleiheemissionen in den kommenden Jahren könnten die Renditen weiter unter Druck setzen.

Renditen deutscher Bundesanleihen stabil

Abb. 2 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

© GDV 2025

Europäische Staatsanleihen-Spreads 2025

Investoren unterschieden zunehmend zwischen allgemeiner wirtschaftspolitischer Unsicherheit und länderspezifischen Finanzmarktrisiken. Die französische Krise blieb weitgehend idiosynkratisch begrenzt ohne substanzielle Spillover-Effekte auf Peripherieländer. Dies lässt sich wesentlich durch die unterschiedlichen Investorenstrukturen erklären. Während Frankreich rund 53 % ausländische Halter zu einer 21 Basispunkte Spread-Ausweitung führten, blieben Italien (34 % ausländisch) und Spanien (44 % ausländisch) weitgehend unbeeinflusst. Die dominante inländische Investorenbasis in Italien, insbesondere Haushalte, Banken und Versicherer mit ihrem Buy-and-Hold-Verhalten, haben als Stabilisator gegen Ansteckung gewirkt.

Strukturelle Konvergenz bei politischer Divergenz

Die Spread-Landschaft europäischer Staatsanleihen durchlief seit dem Sommer eine Neuordnung, die auf eine Paradigmenverschiebung in der Risikoeinschätzung innerhalb der Währungsunion hindeuten könnte. Während Peripherieländer historisch enge Risikoaufschläge erreichten, weitete sich der französische OAT-Bund-Spread aus (siehe Abb. 3). Diese gegenläufigen Entwicklungen könnten signalisieren, dass institutionelle Reformen die allgemeine Fragmentierung reduziert haben, während idiosynkratische Länderrisiken an Bedeutung gewonnen haben dürften. Die traditionelle Trennschärfe zwischen "Core" und "Peripherie" verliert demnach an Bedeutung, zugunsten fundamentalbasierter Bewertungen.

Frankreich: Fiskalische Unsicherheit und volatile Investorenbasis

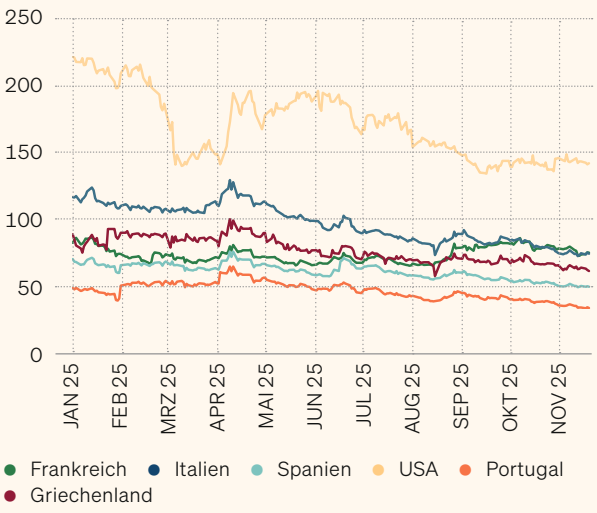
Frankreich erlebt eine politische Dauerkrise. Seit Juni 2024 hatte das Land vier Premierminister. Das Parlament ist zwischen drei unvereinbaren Blöcken gespalten. Macrons Zentrum, eine Linksallianz und Le Pens Rechte. Der Haushalt 2025 musste per Verfassungsartikel ohne Parlamentsabstimmung durchgesetzt werden. Strukturreformen sind blockiert. Die Ratingagenturen reagierten und Fitch stufte Frankreich im September von AA- auf A+ herab, S&P folgte im Oktober mit einer Herabstufung auf A+ bei negativem Ausblick.

Der französische OAT-Bund-Spread weitete sich daraufhin von 55 bis 65 Basispunkten zu Jahresbeginn auf rund 90 Basispunkte im Oktober 2025 aus, bevor er Mitte November auf 75 Basispunkte zurückfiel. Die Volatilität könnte das Zusammenwirken anhaltender politischer Instabilität (vier Premierminister in 17 Monaten) mit anhaltender fiskalischer Unsicherheit und einer strukturell anfälligen Investorenbasis reflektieren. Das Haushaltsdefizit von 6,1 % des BIP und die Staatsverschuldung von 114,1 % des BIP (Q1 2025) positionieren Frankreich als dritthöchsten Schuldner der Eurozone.

Die politische Risikoprämie von geschätzten 21 Basispunkten könnte zusätzliche Finanzierungskosten von rund 7 Milliarden Euro über den Lebenszyklus der seit Juni 2024 emittierten Anleihen implizieren. Entscheidend für die Spread-Volatilität dürfte jedoch die Halterstruktur sein. Mit rund 53 % ausländischer Investoren weist Frankreich die höchste internationale Beteiligung unter den großen Eurozonenländern nach Deutschland

Europäische Renditespreads sinken weiter

Abb. 3 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnung

© GDV 2025

auf. Diese Quote übersteigt sowohl Italien (34 %) als auch Spanien (44 %) deutlich und könnte französische Anleihen besonders anfällig für plötzliche Kapitalabflüsse bei politischen Schocks machen. Japanische Investoren verkauften beispielsweise zwischen Juni und Oktober 2024 circa 17 bis 18 Milliarden Euro französische Staatsanleihen, was als Warnsignal für Kapitalfluchtrisiken interpretiert werden könnte. Die Marktreaktion lege nahe, dass selbst traditionelle Kernländer nicht vor Risikoneubewertungen geschützt sind, wenn politische Stabilität erodiert und die Investorenbasis stark international geprägt ist.

Die Peripherieländer verzeichneten deutliche Spread-Verengungen von durchschnittlich 20 Basispunkten. Italien reduzierte seinen Spread von circa 100 auf 75 Basispunkte (tiefster Stand seit Frühjahr 2010), Spanien von 70 auf 51 Basispunkte, Portugal von 48 auf 36 Basispunkte und Griechenland von 84 auf 65 Basispunkte. Diese Konvergenz dürfte auf eigenständigen Verbesserungen basieren: Italien unterschritt Defizitprognosen deutlich (3,4 % vs. 4,3 % budgetiert), Portugal projiziert einen Schuldenrückgang von 91 % auf 77 % bis 2030.

Besonders bemerkenswert ist die Entwicklung in Spanien. Berechnungen der spanischen Notenbank zufolge dürfte Spaniens Haushaltsdefizit 2026 auf 2,3 % des BIP sinken, womit die Defizitquote im fünften Jahr in Folge abnehmen würde. Damit könnte die spanische Defizitquote erstmals seit fast 20 Jahren unter der deutschen liegen. Die Markterwartungen projektieren für 2026 ein Haushaltsdefizit von 3,5 % des BIP. Die kontinuierliche fiskalische Verbesserung Spaniens lässt sich vor allem mit dem robusten Wirtschaftswachstum erklären. Markterwartungen zufolge ist für 2026 mit einem Wachstum von 2,1 % zu rechnen, unterstützt durch das wachstumsorientierte Fiskalpaket Next Generation EU. Spaniens Staatspapiere wurden im Laufe des Jahres von führenden Ratingagenturen auf A+ heraufgestuft und liegen somit nur vier Noten unter dem deutschen AAA. Auch Italien wurde zuletzt von Moody's vor allem wegen der politischen Stabilität und der erwarteten Verbesserung des Haushaltsdefizits auf Baa2 heraufgestuft.

Die italienische Spread-Stabilität trotz 140 % Schuldenquote lässt sich möglicherweise durch die Investorenbasis erklären. Mit nur 34 % ausländischer Beteiligung weist Italien die niedrigste internationale Quote unter den großen Eurozonenländern auf. Die dominante inländische Basis (60 %) umfasst italienische Banken (20 %), private Haushalte (14 %) sowie Versicherungen und Pensionsfonds (13 %). Vor allem Haushalte und Versicherer zeigen Buy-and-Hold-Verhalten und agieren stabilisierend während Marktstress. Italienische Haushalte haben ihre Beteiligung seit 2021 auf 442 Milliarden Euro verdoppelt, was einen erheblichen Stabilisator gegen externe Schocks darstellen dürfte. Im Kontrast zu Frankreichs volatiler ausländischer Basis könnte Italiens Struktur zusätzliche Resilienz bieten. Spanien positioniert sich mit 44 % ausländischer Beteiligung im Mittelfeld und kombiniert internationale Liquidität mit inländischer Stabilität durch wachsende Retail-Investoren.

Deutschland mit 77 % ausländischer Beteiligung (höchste Quote im Euroraum) ist ebenfalls stabil geblieben, jedoch aus fundamental anderen Gründen als Italien. Deutsche Bundesanleihen profitieren von Safe-Haven-Flows. Bei Marktstress fließt Kapital in deutsche Staatsanleihen statt davon weg. Die ausländischen Investoren akzeptierten in der Niedrigzinsphase selbst negative Renditen für Sicherheit und verkauften nicht bei geopolitischer Unsicherheit. Im Gegensatz dazu sind Frankreichs ausländische Investoren tendenziell renditegetrieben und verkauften eher bei politischen Schocks. Diese qualitative Differenzierung der ausländischen Investorenbasis (Safe-Haven-Käufer bei Deutschland vs. Rendite-Käufer bei Frankreich) dürfte somit entscheidender sein als die quantitative Höhe der ausländischen Quote. Die Marktreaktionen bestätigten, dass die hohe ausländische Beteiligung im Falle eines Safe-Haven-Status stabilisierend wirkt, jedoch ohne diesen Status destabilisierend ist.

Eine starke heimische Investorenstruktur wirkt zwar stabilisierend, birgt jedoch auch systemische Risiken durch den „Sovereign-Bank-Nexus". Geraten Banken unter Druck und müssen zur Liquiditätsbeschaffung Bestände liquidieren, treibt dies die Renditen der Staatsanleihen nach oben. Dieser Effekt ist dort am stärksten, wo der Staat mangels internationaler Nachfrage von heimischen Käufern abhängig ist. Zusätzlich

© GDV 2025

besteht die Abhängigkeit darin, dass steigende Anleiherenditen auch die Bilanz der heimischen Investoren belasten. Dies betrifft besonders Italien (12 % Exposure) und Spanien, wo Banken daher oft stabilisierende Käufer sind, sollten ausländische Investoren zu Verkäufen neigen. Frankreich (6 %) und Deutschland (< 5 %) sind trotz hoher absoluter Volumina in den Bankbilanzen resilienter gegenüber internen Schocks, da ihre Anleihemärkte liquider und globaler diversifizierter sind und somit der Anleihenmarkt weniger von nationalen Anlegern abhängig ist.

EZB-Politik profitiert von niedriger Fragmentierung

Die EZB senkte 2025 den Einlagensatz in acht Schritten um 200 Basispunkte von 4,0 % auf 2,0 %, bevor sie ab Juli pausierte. Parallel beendete sie die PEPP-Reinvestitionen vollständig und reduzierte den Eurosystem-Anteil an ausstehenden Staatsanleihen von 33 % (Ende 2022) auf 25 % (Q1 2025). Diese simultane Umsetzung von Zinssenkungen und Bilanzreduktion verlief bemerkenswert reibungslos. Ausländische Investoren kompensierten die EZB-Abflüsse erfolgreich, getrieben von attraktiven währungsgesicherten Renditen und Portfoliodiversifizierung weg von konzentrierten US-Positionen.

Trotz quantitativer Straffung erreichte die Fragmentierung europäischer Staatsanleihenmärkte den niedrigsten Stand seit 2007. Die EZB konstatierte im September explizit, dass die Dispersion zehnjähriger Staatsanleihen-Spreads auf dem niedrigsten Niveau seit vor der globalen Finanzkrise steht. Eine zentrale Erkenntnis eines aktuellen IMF Working Papers besteht darin, dass eine geringere Fragmentierung im europäischen Anleihemarkt die Resilienz gegenüber externen Schocks deutlich stärkt. Der wichtigste Kanal dafür ist die Abschwächung der Schocktransmission über Risikoprämien. In Phasen hoher Fragmentierung reagieren die Spreads zwischen den Staaten des Euroraums besonders stark auf globale Risiko- oder Liquiditätsschocks. Steigt weltweit die Risikoaversion, weiten sich die Aufschläge in Ländern mit höherem Kreditrisiko sprunghaft aus, was zu Kapitalabflüssen und höheren Refinanzierungskosten führt. In einem integrierten, wenig fragmentierten Markt dagegen wirken solche Schocks milder, da Anleger die Anleihemärkte stärker als einheitlichen Block wahrnehmen. Das Vertrauen in die gemeinsame Währung und in die fiskalische Kohärenz des Euroraums verhindert, dass einzelne Länder isoliert unter Druck geraten. Damit wird die Zinsvolatilität gedämpft und die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Marktfragmentierung sinkt.

Mittelfristig dürften fiskalische Disziplin, demografischer Druck sowie Verteidigungs- und Klimaausgaben die Tragfähigkeit determinieren. Die IWF-Projektion einer Schuldenquote von 130 % des BIP bis 2040 (ex-Deutschland; ohne Politikänderung) unterstreicht die Notwendigkeit glaubwürdiger Konsolidierungspfade. Mit 40 bis 45 % der Staatsschulden, die innerhalb von drei Jahren refinanziert werden müssten, würden sich höhere Finanzierungskosten rasch in gestiegene Zinsausgaben widerspiegeln.

Die Paradigmenverschiebung von geografischer zu fundamentalbasierter Risikoeinschätzung könnte auf ein gestiegenes Vertrauen in der Europäischen Währungsunion hinweisen. Länderspezifische Fundamentaldaten, Investorenbasis und Marktstatus determinieren zunehmend relative Risikobewertungen. Diese Differenzierung bietet Chancen für fiskalisch disziplinierte Länder mit stabiler Investorenbasis (inländisch oder Safe-Haven-getrieben) und Risiken für Länder mit persistierender politischer Instabilität, fehlender fiskalischer Disziplin und hoher Abhängigkeit von volatilen, renditegetriebenen ausländischen Kapitalströmen.

© GDV 2025

Aktienmärkte: Hohe Konzentration und Bewertungen

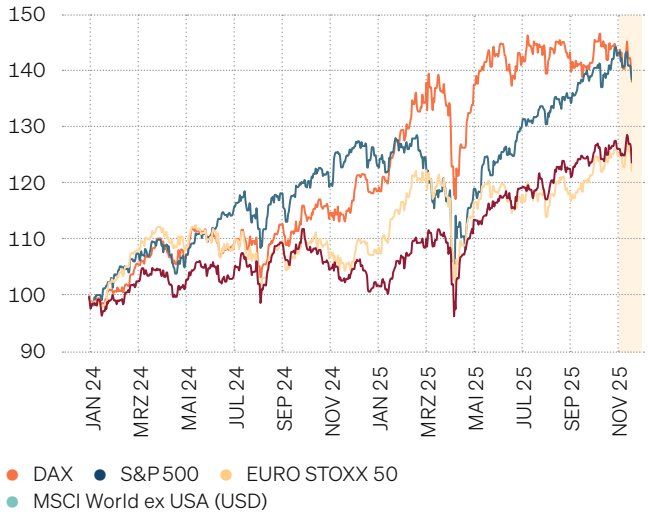
Die Aktienmärkte präsentieren sich auch im Herbst oberflächlich stark, doch unter der Oberfläche wachsen die Risiken durch hohe Bewertungen und Konzentrationen.

In den letzten zwei Monaten hat sich die Stimmung an den europäischen Aktienmärkten weiter optimistisch gezeigt, aber mit zunehmender Nervosität. Der EuroStoxx 50 pendelte zwischen 5.550 und 5.800 Punkten, legte zuletzt zum Monatsbeginn im November zu. Gleichzeitig bescherten Sorgen über überbewertete Technologieaktien und Zweifel an bevorstehenden US-Zinssenkungen kurzfristige Rücksetzer (siehe Abb. 4).

Während der EuroStoxx 50 eine moderate, aber volatile Kursentwicklung zeigt, wirkt der DAX stabiler, wenn auch anfälliger für Bewertungsdruck bei Schwergewichten aus Technologie und Rüstung. Der DAX verlief im Oktober relativ ruhig und schloss mit einem Monatsplus von +0,32 % den Monat ab. Der Start in den November war positiv. Der Index überschritt wieder die Marke von 24.100 Punkten. Am aktuellen Rand drücken jedoch erhöhte Bewertungen im Technologie- und KI-Sektor und die Sorge um eine KI-Blase zunehmend auch auf die Anlegerstimmung beim DAX, so dass er zuletzt auf Monatsbasis rund 3,5 % nachgegeben hat (YTD: 16,9 %).

Der Aktien-Boom setzt sich fort

Abb. 4 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. März 2024=100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

In den USA präsentiert sich der S&P 500 mit einer beeindruckenden Jahresperformance von rund 13 % ebenfalls stark. Die US-Märkte profitieren weiterhin vom KI-Boom, der insbesondere die großen Technologiekonzerne antreibt. Die Magnificent Seven, darunter NVIDIA, Microsoft, Apple und Amazon, dominieren die Marktkapitalisierung und treiben den Index nach oben. Die Cloud-Sparten dieser Unternehmen zeigen weiterhin starkes Wachstum, was das Vertrauen der Investoren in die langfristige Transformation durch Künstliche Intelligenz bestärkt. Allerdings konzentrieren sich die Gewinne zunehmend auf diese wenigen Titel, was die Breite des Marktes einschränkt und die Bewertungen in diesen Segmenten auf historisch hohe Niveaus treibt. Auch hier drückte die anhaltende Sorge um mögliche Übertreibungen am aktuellen Rand die Kurse (MoM: -1,4 %).

Die Performance-Zahlen verschleiern eine hohe Konzentration. Die Magnificent Seven (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta und Tesla) repräsentieren mittlerweile rund 37 % der gesamten S&P-500-Marktkapitalisierung. Im Oktober zeigte sich das besonders deutlich. Nur sechs Aktien trieben die meisten Marktkapitalisierungserhöhungen. Alphabet legte 1,2 Billionen Dollar zu nach starken Cloud-Zahlen, Nvidia 800 Mrd. Dollar, Amazon 500 Mrd., Meta 400 Mrd., Microsoft 300 Mrd. und Apple 200 Mrd. Diese sechs Unternehmen allein addierten 3,4 Billionen Dollar Marktkapitalisierung, während der Rest des S&P 500 etwa 500 Milliarden verlor.

KI-Boom geht weiter, aber Marktteilnehmer werden vorsichtiger. Allein die Technologiekonzerne Google, Amazon, Microsoft und Meta planen im Jahr 2026 mehr als 400 Milliarden US-Dollar in Rechenzentren zu investieren, zusätzlich zu den über 350 Milliarden US-Dollar, die sie bereits in diesem Jahr ausgeben. Obwohl diese Unternehmen über große Bargeldreserven verfügen, greifen sie zunehmend zu Fremdkapital, was zu steigendem Leverage in ihren Bilanzen führt. Durch Aufnahme von Krediten oder der Ausgabe großvolumiger Anleihen mit teils sehr langen Laufzeiten (40 Jahre), wie zuletzt bei Meta, Alphabet und Oracle, werden diese Risiken an den Markt weitergegeben. Auch Banken reagieren zunehmend auf das Risiko einer KI-Blase, indem sie sich gezielt gegen das Exposure zu Rechenzentren bei ihren Krediten absichern.

© GDV 2025

Der Dollar bleibt schwach

Der EUR/USD notiert bei etwa 1,15 bis 1,16 Dollar (siehe Abb. 5). Trotz des erheblichen Zinsvorsprungs der US-Treasuries von fast 150 Basispunkten konnte der Dollar nicht aufwerten, da Bedenken über die US-Handelspolitik und fiskalische Nachhaltigkeit den US-Dollar belasten. Zusätzlich sichern Anleger vermehrt ihre Dollarpositionen ab, was Druck auf den Dollar ausübt, ohne dass es tatsächlich zu Kapitalabflüssen aus den USA kommt (siehe GDV Economics&Finance Flash 2025/04). Der Euro profitiert zudem von der relativen Stabilität der EZB-Politik und den erwarteten Konjunkturprogrammen in Europa, auch wenn die Wirtschaftsdynamik der Eurozone schwächer ist als die der USA. Zudem diversifizieren Schwellenländer mehr ihre Reservebestände und nehmen vermehrt den Euro in den Fokus, um mehr Unabhängigkeit gegenüber den USA zu wahren. Zusätzlich bleibt die weitere Zinspolitik der Fed ein entscheidender Faktor. Sollte der Zinsvorsprung der USA gegenüber der Eurozone weiter schrumpfen, könnte der Dollar weiter unter Druck geraten.

Gold gab zuletzt leicht nach, notiert aber weiterhin über 3.500 Euro pro Feinunze. Anleger flüchteten angesichts geopolitischer Unsicherheiten, Zollkriegen und fiskalischen Bedenken massiv in Gold. Die starke Nachfrage hat sich zuletzt aber etwas abgeschwächt. Die Jahresperformance von über 35 % (siehe Abb. 6) bleibt aber außergewöhnlich und reflektiert das gestiegene Bedürfnis nach Wertspeichern außerhalb des traditionellen Finanzsystems. Zentralbanken, insbesondere in Schwellenländern, erhöhen ihre Goldreserven kontinuierlich, was zusätzlichen Aufwärtsdruck auf den Preis ausübt.

Finanzstabilität: Vermeintliche Ruhe, bei weiter erhöhten Risiken

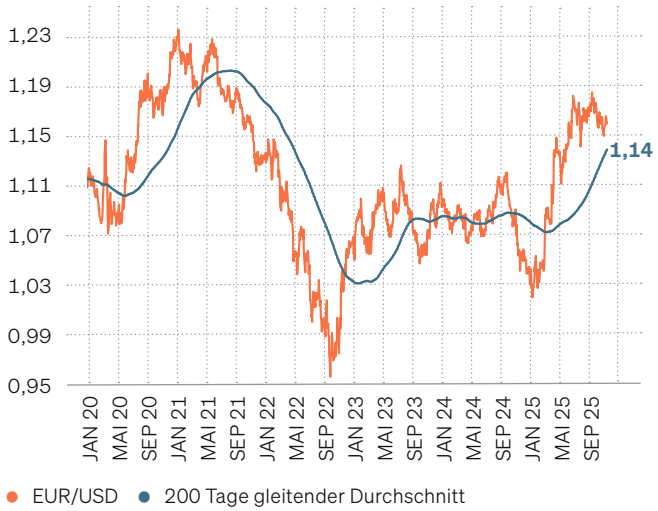
Trotz der vermeintlichen Ruhe an den Märkten, bestehen weiter erhöhte Risiken. Dies zeigten der aktuelle Finanzstabilitätsbericht der EZB sowie der im Oktober veröffentlichte Finanzstabilitätsbericht des IWF und der jährlich erscheinende Finanzstabilitätsbericht der Deutschen Bundesbank im November. Trotz dieser Herausforderungen zeigt sich das Finanzsystem aber insgesamt stabil.

Die Vermögenswerte in vielen Märkten sind möglicherweise deutlich überbewertet. Modelle zeigen, dass viele Aktienpreise deutlich über den Fundamentaldaten liegen, was das Risiko von Preiskorrekturen erhöht. Ein plötzlicher Stimmungsumschwung oder enttäuschende Wirtschaftsdaten könnten schnelle Verkaufswellen auslösen. Besonders betroffen sind die hochbewerteten Technologiesegmente, wo die Erwartungen an zukünftige KI-Gewinne möglicherweise überzogen sind.

Zusätzlich lastet erheblicher Druck auf den Staatsanleihemärkten aufgrund höherer weltweiter Haushaltsdefizite. Die Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung, kombiniert mit demografischen Herausforderungen und steigenden Zinslasten, treiben die Verschuldungsquoten nach oben. Sollte das Vertrauen

Dolllar stabilisiert sich

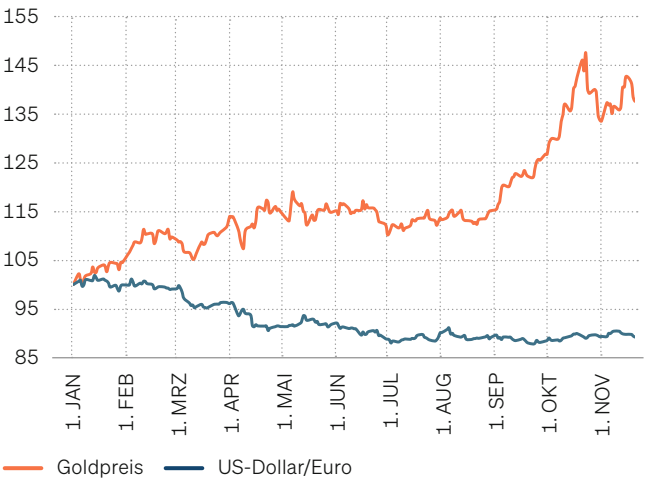
Abb. 5 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Gold entkoppelt sich vom Dollar

Abb. 6 · Wertentwicklung von Gold und Dollar in Euro, Index 01.01.2025 = 100



Quelle: LSEG, eigene Berechnung

© GDV 2025

in die Schuldentragfähigkeit einzelner Staaten schwinden, könnten sich die Renditen schnell ausweiten und Ansteckungseffekte auf andere Länder übergreifen.

Die geopolitische Unsicherheit bleibt ein überlagerndes Risiko für alle Anlageklassen. Regionale Konflikte könnten jederzeit eskalieren und so Energie- sowie Rohstoffpreise nach oben treiben, was die Inflationsbekämpfung erschwert. Handelskriege fragmentieren die globale Wirtschaft in Blöcke und belasten exportorientierte Volkswirtschaften wie Deutschland besonders. Der Technologiekonflikt zwischen den USA und China betrifft zunehmend mehr Sektoren und zwingt Unternehmen zu teuren Anpassungen ihrer Lieferketten.

Zunehmend in den Fokus rückt der rasante Aufstieg von Stablecoins. Die Marktkapitalisierung hat 2025 die 300-Milliarden-Dollar-Marke überschritten und wächst mit beeindruckender Geschwindigkeit. Tether (USDT) und USD Coin (USDC) dominieren den Markt und werden zunehmend für grenzüberschreitende Zahlungen genutzt, wobei ihr Transaktionsvolumen bereits Visa und Mastercard übertrifft. Die Verabschiedung des GENIUS Act in den USA schafft regulatorische Klarheit und könnte das Interesse institutioneller Investoren weiter beschleunigen. Einige Schätzungen sehen den Markt bis 2028 bei 1,2 bis 2 Billionen Dollar. Diese Entwicklung hat weitreichende Implikationen für das Finanzsystem, da Stablecoins bereits ein signifikanter Käufer von kurzfristigen US-Anleihen sind und damit die Nachfrage nach Staatsanleihen stützen und somit die Zinsstruktur beeinflussen können. Wie die EZB in einem Kapitel zu Stablecoins in ihrem aktuellen Finanzstabilitätsbericht zeigt, könnte diese Entwicklung aber auch neue systemische Risiken schaffen, sollte es zu plötzlichen Rücknahmen der Nachfrage nach US-Staatsanleihen kommen.

© GDV 2025

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

Tabelle 1 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal	
	Okt 2025	Sep 2025	Q3 2025	Q2 2025
USA	-	3,0	-	3,8
Euroraum	2,1	2,2	0,2	0,1
Deutschland	2,3	2,4	0,0	-0,3
Frankreich	0,9	1,2	0,5	0,3
Italien	1,2	1,6	0,0	-0,1
Spanien	3,1	3,0	0,6	0,8

Anmerkung: Inflation bezieht sich auf den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI). BIP-Zahlen sind preis-, kalender- und saisonbereinigt. Für die USA wird der PCE für die Inflation verwendet.

Quelle: LSEG

Prognosen

Tabelle 2 · BIP-Wachstum, in Prozent

	Deutschland		Euroraum		USA	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
EU-Kommission, 17. November	0,2	1,2	1,3	1,2	1,8	1,9
SVR Wirtschaft, 12. November	0,3	0,6	1,4	1,0	1,9	1,6
IWF, 14. Oktober	0,1	0,9	1,2	1,1	2,0	2,1

Anmerkung: Alle Daten kalenderbereinigt. Unbereinigte Wachstumsraten für Deutschland im Jahr 2026 sind 0,3 Prozentpunkte höher.

Quelle: die gelisteten Institutionen

Tabelle 3 · Inflation, in Prozent

	Deutschland		Euroraum		USA	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
EU-Kommission, 17. November	2,3	2,2	2,1	1,9	2,8	3,0
SVR Wirtschaft, 12. November	2,2	2,1	2,1	2,0	2,8	2,8
IWF, 14. Oktober	2,1	1,8	2,1	1,9	2,7	2,4

Anmerkung: Bei deutschen Instituten basiert die Inflationsrate auf dem VPI, bei internationalen Organisationen auf dem HVPI.

Quelle: die gelisteten Institutionen

© GDV 2025

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Besuchereingang: Leipziger Straße 121
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel.: +49 30 2020 – 5000, Fax: +49 30 2020 – 6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

Verantwortlich
Dr. Paul Berenberg-Gossler
Leiter Volkswirtschaft und Finanzmärkte
Tel.: +49 30 2020 – 5130
E-Mail: p.berenberg-gossler@gdv.de

Redaktionsschluss
19.11.2025

Publikationsassistenz
Nadine Luther, Heike Borchardt

Autor
Dr. Kay Seemann

Bildnachweis
unsplash I julius-carmine-D3Mkuj23odI-unsplash

Alle Ausgaben
auf GDV.DE

Disclaimer
Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

© GDV 2025