

ECONOMIC RESEARCH

Europa zwischen Optimismus und strukturellen Problemen

FEBRUAR 2026
Economics & Finance
Perspectives

Autor

Dr. Kay Seemann
k.seemann@gdv.de

Executive Summary

In den USA kühlte das Wachstum im vierten Quartal 2025 auf annualisiert 1,4% ab, bleibt aber durch die KI-getriebene Investitionsoffensive der großen Technologiekonzerne gestützt. Der Euroraum überraschte mit einem Jahreswachstum von 1,5% positiv, angeführt von Spanien, während Deutschland nach zwei Rezessionsjahren erste Erholungssignale zeigt. Auch die Geldpolitik zeigt sich unterschiedlich: Für die Fed sind zwei weitere Zinssenkungen zu erwarten, die EZB hat hingegen ihren Zinssenkungszyklus bei 2,0% vorerst abgeschlossen. Ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor ist der bevorstehende Wechsel an der Fed-Spitze, da der designierte Nachfolger Kevin Warsh in enger Abstimmung mit Finanzminister Bessent die Rolle der Fed neu definieren könnte. An den Aktienmärkten übertreffen zuletzt europäische Aktien ihre US-Pendants und die Spreads europäischer Staatsanleihen haben sich bis auf wenige Ausnahmen weiter eingeeengt. Der Euro bleibt trotz einer Korrektur vom Jahreshoch bei 1,20 auf rund 1,18 US-Dollar mittelfristig durch eine zunehmende Diversifikation weg vom Dollar gestützt, da anhaltende handelspolitische Unsicherheit und wachsende Zweifel an der institutionellen Verlässlichkeit der USA das Interesse an alternativen Anlagen wie dem Euro erhöhen.

GESAMTWIRTSCHAFT

Die globale Wirtschaftsleistung dürfte trotz erhöhter Unsicherheit in einem mäßigen Tempo expandieren. Zuletzt hat der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem Wirtschaftsausblick zum Jahresanfang ein weltweites Wachstum von 3,3% (zuvor: 3,1%) für 2026 prognostiziert. Damit dürfte das Expansionstempo der Vorjahre beibehalten werden.

Das Jahr 2026 bringt globale fiskalische und geldpolitische Impulse. In den USA dürften die erwarteten Zinssenkungen der Federal Reserve die Konjunktur beleben. Im Euroraum wirken die bereits vorgenommenen Zinssenkungen der EZB zunehmend in die Realwirtschaft hinein. Auch sorgen steigende Staatsausgaben, insbesondere im Bereich der Rüstungsgüter, für konjunkturellen Rückenwind.

Robustes Wachstum in den USA bei fragiler Stimmung

Die US-Wirtschaft hat das Jahr 2025 mit erheblichen Schwankungen abgeschlossen. Noch im dritten Quartal 2025 expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt mit annualisierten 4,4% so stark wie seit zwei Jahren nicht mehr, angetrieben von einem kräftigen Konsum der privaten Haushalte, einem Exportschub und steigenden Staatsausgaben. Das vierte Quartal fiel dagegen deutlich schwächer aus: Laut der Erstschatzung vom Februar 2026 wuchs die Wirtschaft im Schlussquartal nur noch mit annualisierten 1,4%, weit unter den Markterwartungen von rund 3%. Der Konsumzuwachs verlangsamte sich spürbar, Exporte gingen zurück und die Staatsausgaben wirkten dämpfend. Letzteres ist zum Teil auf den historisch langen Regierungs-Shutdown von Oktober bis Mitte November 2025 zurückzuführen, der etwa einen Prozentpunkt vom annualisierten Wachstum abzog. Für das Gesamtjahr 2025 ergibt sich damit ein reales BIP-Wachstum von 2,2%, nach 2,8% im Jahr 2024.

Die Investitionen bleiben aber dank der KI-getriebenen Investitionsoffensive großer Technologiekonzerne robust. Die führenden US-Technologiekonzerne beschleunigen ihre KI-Infrastrukturinvestitionen in einem historisch beispiellosen Tempo. Für das Jahr 2026 haben Amazon, Alphabet, Meta und Microsoft gemeinsam Kapitalausgaben von rund 650 Mrd. USD angekündigt, ein Anstieg von rund 70% gegenüber dem Vorjahr. Der Großteil dieser Investitionen fließt in GPU-Server, Rechenzentren und Netzwerkinfrastruktur. Der IWF hat daher seine Wachstumsprognose für das laufende Jahr leicht auf 2,4% angehoben, nach 2,2% im Vorjahr.

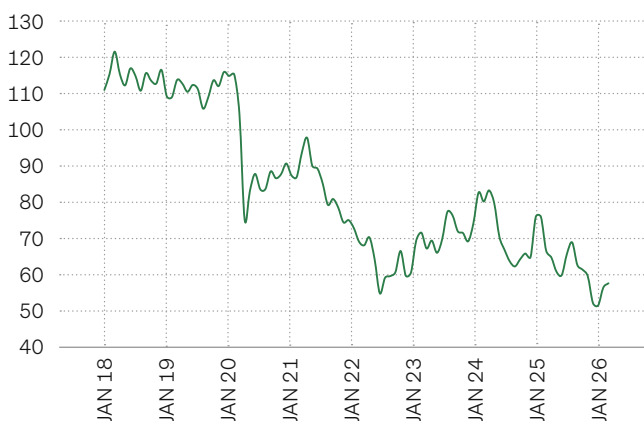
Die Stimmungslage in den USA zeigt ein zunehmend gespaltenes Bild zwischen harten und weichen Wirtschaftsdaten. Der Consumer Confidence Index des Conference Board fiel im Januar 2026 kräftig ab. Der Gesamtindex fiel deutlich, der Erwartungsindex sackte auf 65,1 Punkte ab und liegt damit weit unter der Schwelle von 80 Punkten, die historisch als Rezessionswarnsignal gilt. Der Consumer Sentiment Index der University of Michigan bleibt trotz leichter Erholung auf einem niedrigen Niveau, nachdem er im Dezember 2025 den niedrigsten Wert seit über einem Jahrzehnt hatte (Abb. 1). Diese Diskrepanz zwischen dem Pessimismus der Verbraucher und den weiterhin robusten harten Wirtschaftsdaten (BIP-Wachstum, stabile Beschäftigung) birgt Risiken. Sollte sich die negative Stimmung verfestigen und auf das Konsumverhalten durchschlagen, könnte die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft schneller bröckeln als erwartet.

Die Inflation in den USA ist zwar gesunken, die Fed aber noch nicht am Inflationsziel. Der Verbraucherpreisindex (CPI) stieg im Januar 2026 um 2,4% gegenüber dem Vorjahr und lag damit unter den Erwartungen von 2,5%. Die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) ging auf 2,5% zurück, den niedrigsten Wert seit April 2021. Der PCE (Personal Consumption Expenditures), das bevorzugte Inflationsmaß der Fed, lag im Dezember 2025 jedoch bei 2,9% und damit deutlich über dem 2%-Ziel der Fed. Für die kommenden Monate wird erwartet, dass die Inflation zunächst noch leicht erhöht bleibt, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte 2026 u. a. aufgrund des Basiseffekts zurückgeht. Ein Faktor bleibt die Weitergabe der höheren Zollkosten an die Verbraucher, denn bislang kompensieren viele Unternehmen die höheren Kosten durch die Reduzierung der Gewinnmargen. Die aktuelle Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Zölle macht die Entscheidung für Unternehmen nicht leichter.

Der US-Arbeitsmarkt überraschte im Januar 2026 positiv. Die Arbeitslosenquote ging geringfügig von 4,4% auf 4,3% zurück. Dabei standen 172.000 zusätzliche Jobs im privaten Sektor einem Abbau von 42.000 Stellen im öffentlichen Sektor gegenüber. Das Wachstum konzentrierte sich stark auf Gesundheit und Sozialwesen (+124.000 Stellen). Interessant ist die gleichzeitig veröffentlichte Benchmark-Revision. Die zuständige Behörde korrigierte die Beschäftigungszuwächse für 2025 deutlich nach unten, von 584.000 auf 181.000 Stellen. Das entspricht einem Monatsdurchschnitt von nur 15.000 Stellen.

Konsumstimmung in den USA trotz leichter Erholung weiter im Keller

Abb. 1 · Consumer Sentiment Index der University of Michigan



Quelle: LSEG, eigene Darstellung.

Am 20. Februar 2026 erklärte der Supreme Court große Teile von Präsident Trumps umfassendem Zollprogramm für verfassungswidrig. Konkret ging es um alle Zölle, die auf dem Notstandsgesetz IEEPA beruhen. Trump reagierte mit der Ankündigung eines globalen Pauschalzollsatzes von zunächst 15%, dem Maximum unter einer alternativen gesetzlichen Grundlage. Diese Zölle sind jedoch auf 150 Tage befristet. Danach wäre eine Zustimmung des Kongresses erforderlich. Doch auch innerhalb der Republikanischen Partei gibt es Vorbehalte gegen weitreichende Handelsbeschränkungen. Eine stabile parlamentarische Mehrheit für ein dauerhaftes Zollregime ist daher nicht selbstverständlich. Das Urteil hat die handelspolitische Unsicherheit damit nicht aufgelöst, sondern in eine neue Phase überführt. Welche Zollarchitektur am Ende steht und welche wirtschaftlichen Konsequenzen sich daraus für Handel, Lieferketten und Investitionsentscheidungen ergeben, bleibt vorerst offen.

Moderate Erholung trotz Gegenwind im Euroraum Die Wirtschaft des Euroraums hat das Jahr 2025 mit einem soliden Ergebnis beendet. Das BIP wuchs im vierten Quartal 2025 um 0,3% gegenüber dem Vorquartal und übertraf damit die Markterwartungen von 0,2%. Für das Gesamtjahr 2025 ergibt sich ein Wachstum von 1,5%, eine deutliche Beschleunigung gegenüber 0,9% im Jahr 2024. Das tatsächliche Wachstum von 1,5% übertraf damit die Prognose der Europäischen Kommission, die noch im Mai 2025 lediglich 0,9% und selbst in der revidierten Herbstprognose vom November nur 1,3% für das Jahr 2025 erwartet hatte. Die Beschäftigung im Euroraum legte im vierten Quartal um 0,2% zu. Die Arbeitslosenquote lag im Euroraum mit 6,2% auf ihrem historischen Tiefstand. Trotz struktureller Herausforderungen, Handelsstreitigkeiten mit den USA und geopolitischer Unsicherheiten hat sich die europäische Wirtschaft widerstandsfähiger gezeigt, als von vielen Beobachtern erwartet.

Innerhalb des Euroraums bleibt die Wachstumsdynamik ungleichmäßig verteilt. Spanien ragte mit einem Quartalsplus von 0,8% heraus, getragen von starker Binnennachfrage und Investitionen. Die Arbeitslosigkeit ist dort auf den niedrigsten Stand seit 2008 gesunken. Die Niederlande wuchsen dank kräftiger Exporte um 0,5%. Deutschland und Italien legten jeweils um 0,3% zu und übertrafen die Prognosen. Frankreich bildete mit nur 0,2% Wachstum das Schlusslicht unter den großen Volkswirtschaften, belastet durch politische Unsicherheit und das erst spät verabschiedete Budget für 2026. Für das laufende Jahr 2026 erwarten sowohl die Europäische Kommission als auch die EZB ein moderateres Wachstum in der Eurozone

von rund 1,2%, gefolgt von 1,4% im Jahr 2027. Die fiskalischen Impulse durch höhere Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben dürften erst mit zeitlicher Verzögerung wachstumswirksam werden. Der Einkaufsmanagerindex für das produzierende Gewerbe in der Eurozone (PMI) hat mit einem deutlichen Anstieg im Februar positiv überrascht. Das macht Hoffnung auf eine positive Wachstumsdynamik im laufenden Jahr.

Die Inflation im Euroraum ist unter das 2%-Ziel der EZB gefallen. Die Verbraucherpreise stiegen im Januar 2026 nur noch um 1,7% gegenüber dem Vorjahr, den niedrigsten Wert seit September 2024. Der Rückgang geht vor allem auf die Energiepreise zurück, die um 4,1% gegenüber dem Vorjahr fielen. Die Kerninflation (ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) sank auf 2,2%, den niedrigsten Stand seit Oktober 2021. Die Dienstleistungsinflation ging auf 3,2% zurück, bleibt aber ein hartnäckiger Preistreiber. Der starke Euro-Wechselkurs, der Ende Januar mit über 1,20 Dollar ein Vierjahreshoch erreichte, wirkt zusätzlich disinflationär, da importierte Waren und Rohstoffe in Euro gerechnet günstiger werden. Einige EZB-Ratsmitglieder, darunter der österreichische Notenbankgouverneur Martin Kocher, haben darauf hingewiesen, dass eine weitere Aufwertung des Euro die EZB zu zusätzlichen Zinssenkungen veranlassen könnte. Die aktuellen EZB-Stabsprojektionen erwarten 2026 eine durchschnittliche Inflationsrate von 1,9%.

Leichte Erholung in Deutschland, aber die strukturelle Schwäche bleibt

Die deutsche Wirtschaft ist 2025 leicht gewachsen. Nach zwei Jahren rückläufiger Wirtschaftsleistung (-0,3% im Jahr 2023 und -0,2% im Jahr 2024) verzeichnete Deutschland ein kleines Plus von 0,2%. Der Anstieg im Schlussquartal wurde vor allem von gestiegenen Konsumausgaben der privaten Haushalte und höheren Staatsausgaben getragen. Im Quartalsvergleich wuchs das BIP um 0,3%. Das ist der stärkste Anstieg seit drei Jahren. Diese Zahlen sind ermutigend, sollten aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die deutsche Wirtschaft nach wie vor weit von einer nachhaltigen Erholung entfernt ist.

Die wirtschaftliche Stimmung in Deutschland bleibt gespalten. Der ifo-Geschäftsklimaindex verharrte im Januar 2026 bei 87,6 Punkten, wobei sich die Beurteilung der aktuellen Lage leicht verbesserte, die Geschäftserwartungen sich hingegen eintrübten. Die Bundesregierung räumte ein, dass die Erholung im zweiten Halbjahr 2025 schwächer als von ihr erwartet ausfiel. Auf der Konsumentenseite stagniert das GfK-Verbrauchervertrauen seit Mitte 2024 im negativen Bereich.

In der Industrie zeigt sich ein Silberstreif am Horizont. Die Industrieproduktion lag im vierten Quartal um 0,9% über dem dritten, und der Auftragseingang stieg zuletzt deutlich an. Auch der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe überraschte laut vorläufigen Zahlen im Februar positiv und lag leicht über der Wachstumsschwelle. Passend dazu stieg der ifo Geschäftsklimaindex im Februar auf 88,6 Punkte, nach 87,6 Punkten im Januar, und übertraf damit die Markterwartungen leicht. Im verarbeitenden Gewerbe legte der Index zum zweiten Mal in Folge zu, getragen von merklich besseren Lageeinschätzungen, einer positiven Auftragsentwicklung und nach oben korrigierten Produktionsplänen. Das ifo-Institut spricht von ersten Signalen einer konjunkturellen Belebung. Die strukturellen Herausforderungen des Standorts bleiben dennoch bestehen, was sich auch im fortgesetzten Arbeitsplatzabbau zeigt.

Die deutschen Exporte nach China stehen zunehmend unter Druck. Der Maschinenbau hat zwar die Automobilindustrie als wichtigste Exportbranche abgelöst und macht inzwischen knapp 21% der deutschen Warenausfuhren nach China aus, doch auch hier gingen die Exporte 2025 um fast 10% zurück. Der einst hohe Exportüberschuss im Maschinenbau ist von einem Rekordwert von 10,5 Milliarden Euro im Jahr 2018 auf unter drei Milliarden Euro geschrumpft. Noch deutlicher trifft es die metallverarbeitende Industrie, deren Ausfuhren nach China 2025 um fast 13% sanken und seit ihrem Höchststand 2022 kumuliert rund 25% verloren haben. Gleichzeitig stiegen die chinesischen Importe von Metallerzeugnissen nach Deutschland um knapp 13%. Das IW Köln wertet diese gegenläufige Entwicklung nicht als normalen Konjunktoreffekt, sondern als Folge struktureller Wettbewerbsverzerrungen durch chinesische Industriepolitik. Sollte sich daran nichts ändern, sieht das Institut Europa zunehmend unter Druck, Ausgleichszölle einzuführen, zumal China seinerseits auf den europäischen Markt angewiesen ist und dort hohe Gewinne erzielt.

Die Inflation in Deutschland stieg im Januar 2026 auf 2,1%, nach 1,8% im Dezember. Der größte Preistreiber waren erneut die Dienstleistungen mit einem Anstieg von 3,2%. Zum Preisauftrieb trugen insbesondere die Preiserhöhung des Deutschlandtickets sowie höhere Preise für Nahrungsmittel bei. Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) zog wieder leicht an – von 2,4% im Dezember auf 2,5% im Januar. Für das Gesamtjahr 2026 rechnen die Wirtschaftsforschungsinstitute mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,8% bis 2,2%.

Die Hoffnungen auf eine Belebung der deutschen Wirtschaft beruhen auf den fiskalischen Impulsen der Bundesregierung. Das vom Bundestag beschlossene Sondervermögen von 500 Mrd. Euro über zwölf Jahre für Infrastruktur und Klimaneutralität sowie die Aufstockung der Verteidigungsausgaben sollen mittelfristig Wachstumsimpulse liefern. Das ifo-Institut schätzt den fiskalischen Impuls auf 0,3 Prozentpunkte BIP-Wachstum im Jahr 2026 und 0,7 Prozentpunkte im Jahr 2027. Allerdings warnt das Institut, dass die Maßnahmen allein nicht ausreichen, um die Produktionskapazitäten der deutschen Wirtschaft langfristig auszuweiten. Die US-Zollpolitik belastet die exportorientierte deutsche Industrie zusätzlich. Die Prognosen der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute für das Gesamtjahr 2026 reichen von 0,6 % bis 1,3 % (kalenderbereinigt, siehe Tabelle 1 im Anhang). Wir rechnen mit einem Wachstum von 0,9 %, da wir von positiven, aber verzögerten Effekten des Fiskalimpulses ausgehen.

FINANZMÄRKTE

Geldpolitik: Fed im Dilemma, EZB in der Pause

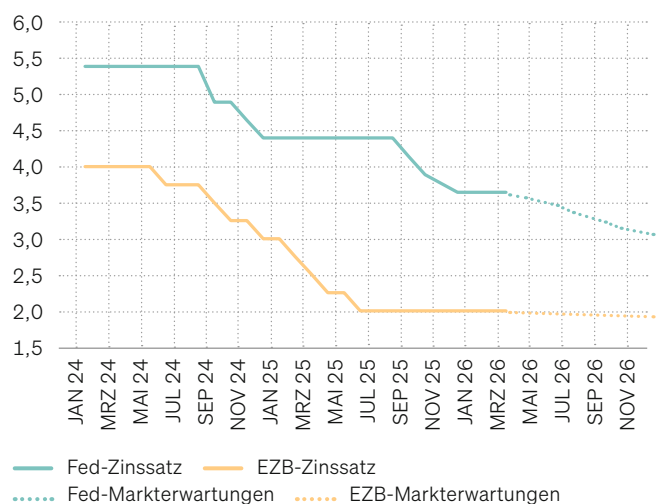
Die Fed hat bei ihrer Sitzung am 28. Januar 2026 ihren Zinssenkungszyklus pausiert, nachdem sie den Leitzins zuvor drei Mal in Folge um jeweils 25 Basispunkte reduziert hatte. Er liegt nun bei 3,50 % bis 3,75 %. Die Entscheidung fiel mit zehn zu zwei Stimmen; die Gouverneure Stephen Miran und Christopher Waller stimmten erneut für eine weitere Senkung. Die PCE-Inflation liegt nach einem leichten Anstieg im Dezember 2025 bei 2,9 %, gleichzeitig verlangsamt sich das Wachstum und die Risiken aus der Zollpolitik zeigen in beide Richtungen, weil Zölle gleichzeitig inflationär (höhere Importpreise) und wachstumsdämpfend (schwächerer Konsum) wirken können. In diesem Umfeld wäre Abwarten rational. Die Märkte erwarten allerdings, dass die Fed im Juli 2026 wieder senkt. Insgesamt werden für 2026 rund 62 Basispunkte an Senkungen eingepreist (Abb. 2), was zwei Schritten entspricht und eine etwa 50 %-Wahrscheinlichkeit für einen dritten Schritt impliziert. Ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor ist der bevorstehende Wechsel an der Fed-Spitze. Jerome Powells Amtszeit endet im Mai 2026 und der designierte Nachfolger Kevin Warsh könnte die geldpolitische Ausrichtung weiter lockern.

Der von Präsident Trump nominierte zukünftige Fed-Chef Kevin Warsh gilt als regelbasierter Geldpolitiker mit einer klaren Präferenz für Preisstabilität und Zentralbankunabhängigkeit. Angesichts der zuletzt schwächeren Wachstumsdaten mehren sich jedoch Signale, dass Warsh bereit wäre,

den Zinssenkungszyklus zügiger voranzutreiben als bislang erwartet. Er argumentiert, dass eine durch KI getriebene Produktivitätsrevolution höheres Wachstum ohne inflationären Druck ermögliche, auch wenn sich das noch nicht in den Daten zeige. Gleichzeitig spricht er sich dafür aus, Zinssenkungen mit einem deutlichen Abbau der Fed-Bilanz zu verbinden. Besondere Aufmerksamkeit verdient dabei die enge persönliche und inhaltliche Abstimmung zwischen Warsh und Finanzminister Bessent, die beide aus demselben Wall-Street-Umfeld stammen. Normalerweise agieren Fed und Treasury auf bewusstem institutionellem Abstand, um die Unabhängigkeit der Geldpolitik zu wahren. Die Brisanz dieser Konstellation liegt darin, dass Bessent als Finanzminister die Emissionsstruktur der Staatsanleihen kontrolliert, also Laufzeit und Volumen der Neuverschuldung, während Warsh als Fed-Chef entscheidet, welche Laufzeiten die Fed hält oder abstößt. Teilen beide dieselbe Philosophie und sind persönlich eng abgestimmt, könnten diese beiden Hebel faktisch koordiniert eingesetzt werden, ohne dass dies formal als Koordination sichtbar wäre. Märkte preisen die institutionelle Unabhängigkeit der Fed bislang als selbstverständlich ein. Sollte diese Trennlinie verschwimmen, wäre das ein struktureller Wandel mit direkten und weitreichenden Konsequenzen für die Glaubwürdigkeit der US-Geldpolitik.

Zinserwartungen: EZB unverändert, Fed zieht nach

Abb. 2 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STR Forward Swaps und Fed Fund Futures, in Basispunkten



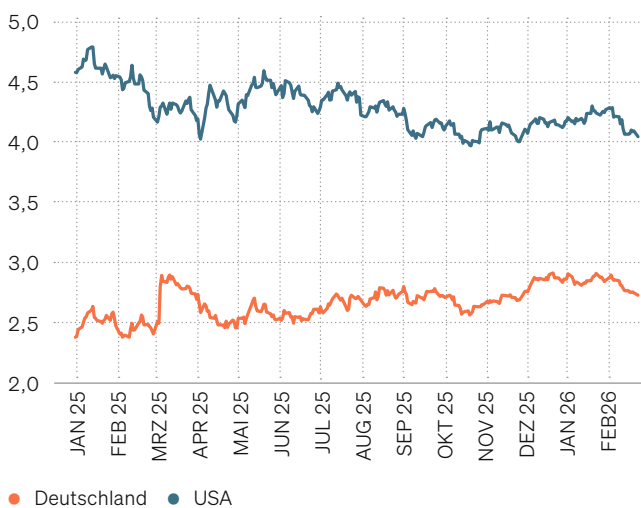
Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Die EZB hat auf ihrer Sitzung im Februar 2026 die Leitzinsen zum fünften Mal in Folge unverändert gelassen. Der Einlagenzins liegt damit weiterhin bei 2,0%. Damit hat sie ihren seit Juni 2024 laufenden Zinssenkungszyklus von kumuliert 200 Basispunkten vorläufig abgeschlossen. Das Problem der EZB ist derzeit nicht eine zu hohe Inflation. Mit 1,7% liegt die europäische Inflation unter dem 2%-Ziel, und der starke Euro macht Importe weiter günstiger. EZB-Präsidentin Lagarde räumte ein, dass ein stärkerer Euro die Inflation über die aktuellen Erwartungen hinaus dämpfen könnte, und betonte, man behalte die Wechselkursentwicklung sehr genau im Blick. Wenn der Euro also weiter aufwerte, könnten zusätzliche Zinssenkungen erforderlich werden, um dem deflatorischen Wechselkurseffekt zu dämpfen. Die Swap-Märkte preisen derzeit eine Wahrscheinlichkeit von etwa 40% für eine weitere Senkung bis Jahresende ein (Abb. 2). Wir erwarten dennoch als Basisszenario, dass die EZB den Leitzins das gesamte Jahr über bei 2% belässt.

Die geldpolitische Asymmetrie zwischen der Fed, die zu Senkungen tendiert, und der EZB, die potenziell bereits am Ende ihres Zyklus angelangt ist, hat direkte Konsequenzen für den Wechselkurs, die Anleihenmärkte und die relativen Bewertungen von US- und europäischen Aktien.

Renditen deutscher Bundesanleihen stabil auf leicht erhöhtem Niveau

Abb. 3 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Staatsanleihenmärkte im Wandel: Schrumpfende Differenziale, steigende Laufzeitprämien

Die Entwicklung der Anleihenrenditen seit Anfang Februar lässt sich direkt aus der oben beschriebenen geldpolitischen Konstellation ableiten. Schwächere US-Inflationsdaten und eine Zunahme der Nachfrage nach sicheren Anlagen infolge der Unsicherheit rund um den KI-Sektor und geopolitische Risiken trieben die Renditen in beiden Märkten leicht nach unten. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel auf unter 4,05%, den niedrigsten Stand seit über zwei Monaten. Das reflektiert die zunehmende Markterwartung, dass die Fed im zweiten Halbjahr 2026 (mindestens) einmal senken wird. Die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen sank parallel auf unter 2,75%, ein Zweieinhalb-Monats-Tief (Abb. 3). Für die rückläufigen Renditen könnte eine vermehrte Nachfrage nach sicheren Anlagen aufgrund des aktuellen USA-Iran-Konflikts eine Ursache sein.

Die Konvergenz der europäischen Staatsanleihe-Spreads gegenüber deutschen Bundesanleihen, die das Bild der vergangenen Monate dominierte, ist das Ergebnis zweier parallel verlaufender Entwicklungen. Auf der einen Seite haben Italien und Spanien echte fundamentale Verbesserungen erzielt. Italien erzielte 2024 erstmals seit Jahren wieder einen Primärüberschuss, wenn auch einen kleinen von 0,4% des BIP, und hat das Gesamtdefizit in Richtung 3% des BIP konsolidiert. Hinzu kommt eine für italienische Verhältnisse ungewöhnliche politische Stabilität. Der BTP-Bund-Spread (Italien-Deutschland) fiel in diesem Zuge auf rund 59 Basispunkte, den niedrigsten Stand seit 15 Jahren, gegenüber noch 116 Basispunkten zu Jahresbeginn 2025. Auf der anderen Seite hat der Bund selbst einen Teil seiner traditionellen Sonderstellung eingebüßt. Jahrelang profitierte er von einer Knappheitsprämie, die aus Deutschlands strikter Schuldenbremse und dem daraus resultierenden geringen Anleiheangebot entstand. Mit dem 500-Milliarden-Sondervermögen und der Verteidigungsausnahme aus der Schuldenbremse steigt das Angebot an Bundesanleihen strukturell, was diese Prämie verringert. Hinzu kommt ein fiskalisches Nachhaltigkeitsargument am langen Ende der Zinskurve. Eine Volkswirtschaft, deren Industrieproduktion rund 15% unter dem Höchststand liegt und die seit 2017 real kaum gewachsen ist, tritt in eine Phase deutlich höherer Neuverschuldung ein. Die Kombination aus schwachem Wachstum und steigender Schuldenquote erhöht die Laufzeitprämie, die Investoren für langlaufende Bundesanleihen verlangen, und drückt damit die Renditen am langen Ende nach oben (Abb. 4). Das Sondervermögen adressiert Investitionsbedarfe, ersetzt jedoch keine Wachstumsreformen

(z. B. Bürokratieabbau). Wir erwarten daher auch weiterhin Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen im Bereich um 3%. Allerdings könnten die Renditen bei weiter steigender Markt-Unsicherheit und vermehrter Flucht in Safe-Haven-Assets auch wieder Boden gutmachen.

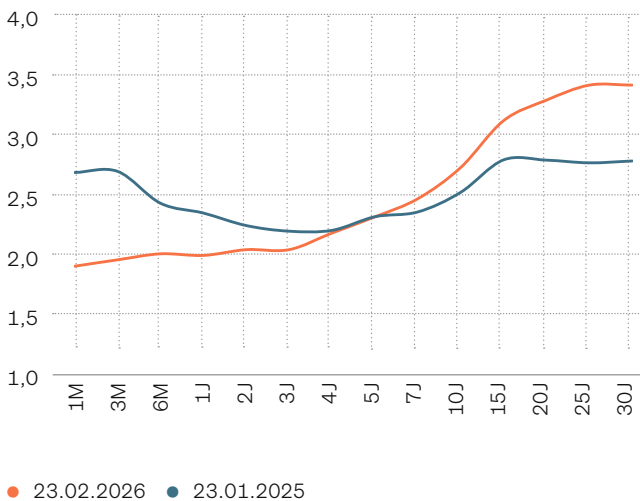
Die OAT-BTP-Parität, also Frankreich auf dem Risikoniveau Italiens, ist hingegen kein Signal für Italiens Stärke, sondern überwiegend Ausdruck von Frankreichs Schwäche. Ein Defizit von über 5% des BIP, drei überstandene Misstrauensvoten und eine von ausländischen Investoren abhängige Refinanzierungsstruktur (rund 55% des Bestands in ausländischer Hand)¹ haben den Markt veranlasst, die traditionelle Kern-Peripherie-Unterscheidung neu zu kalibrieren. Zuletzt hat sich Frankreich jedoch leicht erholt. Die Einigung auf das Haushaltsbudget 2026 hat einen Teil der politischen Unsicherheit abgebaut, die seit dem Sturz der Regierung Barnier im Herbst 2025 auf den französischen Anleihen lastete und den Spread gegenüber dem Bund moderat eingengt.

Am aktuellen Rand hat sich das Spreadbild leicht verschoben und Spreads haben sich zum Teil wieder etwas erhöht (Abb. 5). Die verstärkte Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen infolge schwächerer US-Inflationsdaten und der Unsicherheit rund um den KI-Sektor hat die globalen Renditeerwartungen gesenkt.

¹ Für eine detaillierte Betrachtung der Alterstruktur europäischer Anleihen siehe: [Economics & Finance Perspectives November 2025](#)

Zinskurve wird steiler

Abb. 4 · Renditen deutscher Bundesanleihen unterschiedlicher Laufzeit in Prozent



Quelle: LSEG, eigene Berechnung

Über die Korrelation der internationalen Staatsanleihenmärkte drückte dies auch die Bund-Rendite unter 2,75%. Da die Renditen von Ländern wie Griechenland und Spanien weniger stark nachgaben, weiteten sich deren Spreads gegenüber dem Bund aus, ohne dass sich ihre Fundamentaldaten verändert hätten. Die kurzfristigen Spreadbewegungen am aktuellen Rand sind damit überwiegend technischer Natur und spiegeln erhöhte Safe-Haven-Nachfrage wider.

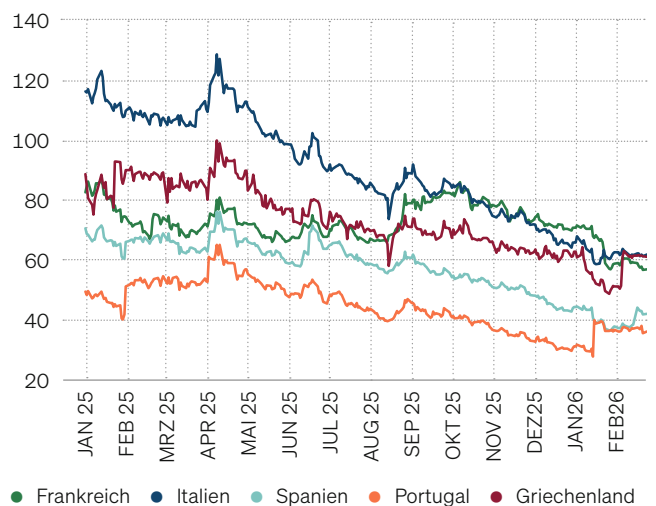
Aktienmärkte: Hohe Bewertungen trotz Risiken

Die Aktienmärkte in Europa und den USA entwickeln sich zu Beginn des Jahres 2026 unterschiedlich als Folge der beschriebenen Divergenz in Wachstum, Geldpolitik und Bewertung.

In den USA wurde der Aktienmarkt im vergangenen Jahr maßgeblich vom KI-Boom getragen. Die Erwartung, dass generative KI die Produktivität und damit die Gewinne der Technologiekonzerne grundlegend verändern würde, hatte die Bewertungen auf historisch hohe Niveaus gehoben. Der S&P 500 überstieg am 28. Januar erstmals die 7.000-Punkte-Marke, konnte dieses Niveau jedoch nicht halten. Seitdem wächst die Skepsis, ob die enormen Kapitalinvestitionen in KI-Infrastruktur, die allein bei den großen US-Technologiekonzernen in die Hunderte von Milliarden Dollar gehen, auch zu entsprechend höheren Einnahmen führen werden. Symbolisch für diesen Stimmungswandel steht die Entscheidung von Alphabet, eine hundertjährige Anleihe zu begeben. In der Geschichte der Technologiebranche ist dies ein ungewöhnlicher Schritt, der

Kern-Peripherie-Unterschied verschwimmt

Abb. 5 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnung

signalisiert, dass die Finanzierung der Investitionsagenda langfristig abgesichert werden soll, während die Frage der Rentabilität vorerst offen bleibt.

Aktuell scheinen die Marktteilnehmer in den USA abzuwarten. Der S&P 500 notiert aktuell bei rund 6.910 Punkten, was einem YTD-Plus von knapp 1% entspricht, nachdem der Index von seinem Januar-Hoch deutlich zurückgekommen ist. Der Nasdaq liegt mit rund 22.900 Punkten YTD rund 1,5% im Minus. Die Verwundbarkeit des US-Marktes erklärt sich wesentlich aus seiner strukturellen Konzentration. Wenige Mega-Cap-Technologieunternehmen machen einen ungewöhnlich hohen Anteil der Indexgewichtung aus, weshalb eine Neubewertung dieser Titel überproportional auf den Gesamtindex durchschlägt.

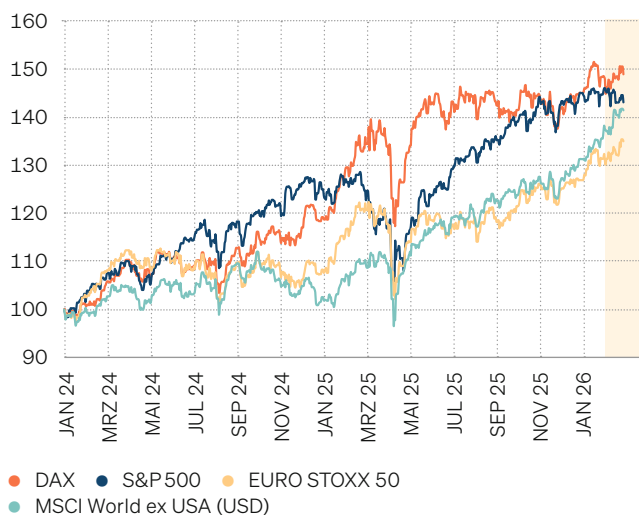
In Europa überwiegt demgegenüber der Optimismus. Der DAX überschritt Mitte Februar erstmals die 25.000-Punkte-Marke und notiert aktuell bei rund 25.260 Punkten, einem YTD-Anstieg von knapp 4% (Abb. 6). Der Euro Stoxx 50 liegt bei etwa 6.130 Punkten, was einem YTD-Plus von rund 4,5% entspricht, und der Stoxx Europe 600 übertrifft mit rund 630 Punkten den Jahresauftaktstand um etwa 7%. Zum einen sind europäische Aktien im Vergleich zu US-Titeln erheblich günstiger bewertet, das KGV europäischer Indizes liegt deutlich unter dem des S&P 500 von rund 26,5. Zum anderen wirken die fiskalpolitischen Impulse direkt auf marktrelevante Sektoren: Rüstungs- und Infrastrukturwerte profitieren unmittelbar von den gestiegenen Verteidigungsausgaben mehrerer europäischer Länder.

Ein struktureller Faktor, der in der Diskussion häufig vernachlässigt wird, ist der Wechselkurseffekt auf US-Technologiegewinne. Apple, Microsoft, Alphabet und Meta erzielen typischerweise 50% und mehr ihrer Umsätze außerhalb der USA, in Euro, Yen, Pfund und anderen Währungen. Die Aufwertung des Euro von rund 1,04 Ende 2024 auf 1,20 Ende Januar 2026 bedeutete, dass diese Auslandseinnahmen in Dollar umgerechnet höher ausfielen und die zurzeit sehr hohen Gewinnerwartungen stützten. Die jüngste partielle Korrektur des Euro auf unter 1,18 hat diesen positiven Wechselkurseffekt leicht reduziert. Bei einem Auslandsanteil von 60% kann eine Dollarstärke von 2% die Gewinne um über einen Prozentpunkt schmälern, was bei den aktuell sehr hohen Bewertungen des Technologiesektors einen überproportionalen Kurseffekt haben kann. Sicherlich ist dies nicht der Haupttreiber, sollte aber bei größeren Wechselkursschwankungen im Hinterkopf bleiben.

Europäische Investoren, die in US-Aktien engagiert waren, erzielten im vergangenen Jahr in Euro gerechnet kaum nennenswerte Gewinne, da die Dollarabwertung einen erheblichen Teil der Kursgewinne auffraß. Gleichzeitig sind die Kosten zur Absicherung von Dollarinvestitionen gestiegen, was heimische Anlagen relativ zu US-Märkten attraktiver macht. Die Folge ist eine wachsende Neigung zu einem stärkeren Home-Bias unter europäischen Investoren, was die Mittelzuflüsse in den eigenen Markt stützt.

Europa holt auf, USA stockt

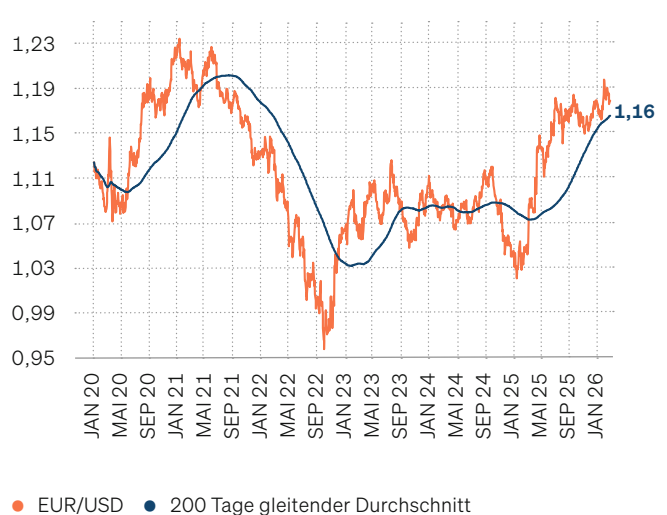
Abb. 6 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. März 2024=100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Dollar stabilisiert sich

Abb. 7 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Dollar stabilisiert sich, Aufwertungspotenzial des Euro bleibt

Der Euro erreichte Ende Januar 2026 mit 1,20 Dollar den höchsten Stand seit 4 Jahren und hat seitdem auf rund 1,18 Dollar korrigiert. Im Vergleich zu Ende 2024 ist der Euro gegenüber dem Dollar um rund 14 % gestiegen (Abb. 7).

Die jüngste Korrektur vom Jahreshoch dürfte vor allem auf revidierte Fed-Erwartungen zurückzuführen sein. Die überraschend starken US-Arbeitsmarktdaten im Januar haben die Markterwartungen an weitere Zinssenkungen kurzzeitig gedämpft. Marktteilnehmer

rechnen nun erst im Sommer mit einer ersten Senkung, im Basisszenario gefolgt von nur noch einer weiteren in 2026. Das verringert die erwartete Annäherung des Zinsdifferenzials zwischen den Leitzinsen beider Währungsräume und stützt den Dollar kurzfristig.

Die Wechselkursentwicklung dürfte auch im weiteren Verlauf von 2026 ein zentraler Beobachtungsparameter bleiben. Sollte die handelspolitische Unsicherheit anhalten, die Unabhängigkeit der Fed gefährdet sein oder die Konjunktur in der Eurozone überraschend stark anziehen, erhöht dies das Aufwertungspotenzial für den Euro.

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

Tabelle 1 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal	
	Jan 2026	Dez 2025	Q4 2025	Q3 2025
USA	2,4	2,7	1,4 *	4,4 *
Euroraum	1,7	1,9	0,3	0,3
Deutschland	2,1	2,0	0,3	0,0
Frankreich	0,4	0,7	0,2	0,5
Italien	1,0	1,2	0,3	0,1
Spanien	2,5	3,0	0,8	0,6

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

Quelle: LSEG

Prognosen für Deutschland

Tabelle 1 · BIP-Wachstumsrate, in Prozent

	2025	2026	2027
Bundesregierung, 28. Januar	0,3	0,8	
IWF, 19. Januar	0,2	1,1	1,5
EZB/BuBa, 18./19. Dezember	0,2	0,6	1,3
IfW Kiel, 12. Dezember	0,2	0,7	1,2
Bundesregierung, 8. Oktober	0,3	1,0	1,3

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

Quelle: die gelisteten Institutionen

Tabelle 2 · Inflationsraten, in Prozent

	2025	2026	2027
Bundesregierung, 28. Januar	2,2	2,1	
EZB/BuBa, 18./19. Dezember	2,3	2,2	2,1
IfW Kiel, 12. Dezember	2,2	1,8	2,1
Bundesregierung, 8. Oktober	2,1	2,0	2,2

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

Quelle: die gelisteten Institutionen



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

26.02.2026

Publikationsassistenz

Nadine Luther, Heike Borchardt

Autor

Dr. Kay Seemann

Bildnachweis

unsplash | michael-schreiber-NOKC2RmFrEM-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 2026