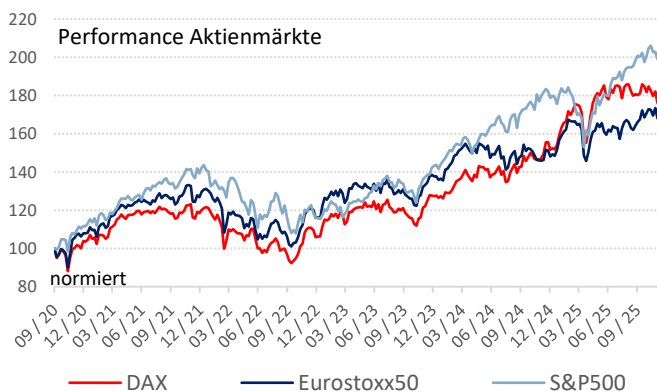
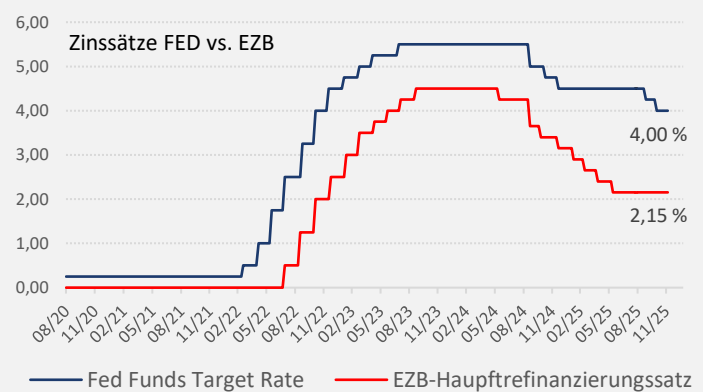


**Macro,
Moods &
Markets**

Ruhe vor dem Sturm oder vor „Alles wird gut“?



» Quelle: Deutsche Börse AG (Wochenschlusskurse)



» Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System (US) via FRED® und EZB

	Schluss 2024	Performance 2025	Schluss 26.11.2025	Prognosen		
				3M	6M	12M
DAX	19.909	+19,2 %	23.726	23.750	24.250	25.000
MDAX	25.589	+14,2 %	29.220	29.250	30.000	30.500
EURO STOXX 50	4.898	+15,5 %	5.655	5.650	5.750	5.900
Dow Jones	42.544	+11,5 %	47.427	47.500	48.000	50.000
S&P 500	5.881	+15,8 %	6.813	6.850	6.900	7.100
Nasdaq 100	21.012	+20,1 %	25.273	25.500	26.000	26.750
EZB-Hauptrefinanzierungszinssatz	3,15 %	-100 BPS	2,15 %	2,15 %	2,15 %	2,15 %
Rendite 10jährige Bundesanleihen	2,36 %	+31 BPS	2,67 %	2,70 %	2,70 %	2,80 %
US Federal Funds Target Rate (obere Grenze)	4,50 %	-50 BPS	4,00 %	3,75 %	3,50 %	3,00 %
Rendite 10jährige US Treasuries	4,58 %	-59 BPS	3,99 %	4,00 %	3,90 %	3,80 %
Euro in USD	1,04	+12 US-Cent	1,16	1,16	1,17	1,18
Öl Brent in USD	74	-15,1 %	63	63	62	60
Gold in USD	2.625	+58,0 %	4.147	4.200	4.300	4.400

» Quellen: Deutsche Börse AG, FRED, EZB, Deutsche Bundesbank, Prognose: DAN/AG

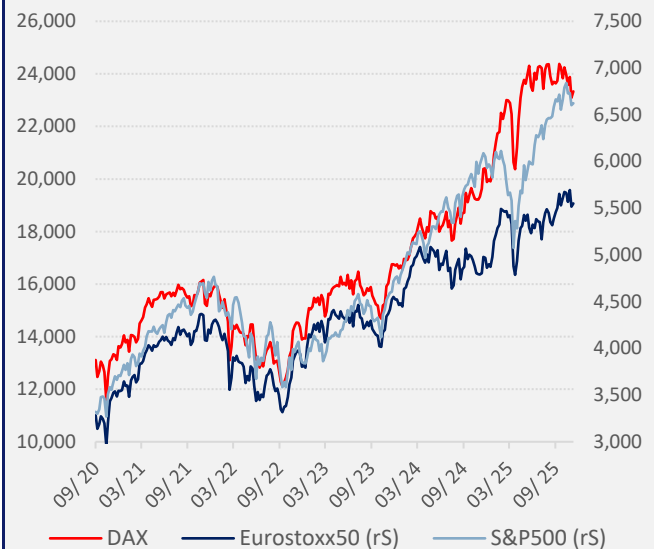
KI, Konjunktur, klientelpolitischer Staatskonsum, Knappheiten und Konflikte kommen zum Krisencheck

Nach den zumindest vorläufig erzielten Zollabkommen zwischen den USA und ihren Handelspartnern hat sich die Aufregung zwar etwas gelegt, nun aber stehen verstärkt die konjunkturellen und inflationären Implikationen im Fokus. Dass Handelshemmnisse dieser Art langfristig zu einem weltweit niedrigeren Wachstum führen, ist unbestreitbar, doch auch kurzfristig können bereits Belastungen auftreten. Auch wenn die US-Regierung auf sprudelnde Zolleinnahmen und die Verlegung von Investitionen weltweit agierender Unternehmen in die USA spekuliert, müssen diese Vorteile den (zumindest global gesehen) weniger optimalen Allokationen und dem Preisauftrieb entgegengesetzt werden. Letzteres scheint bereits in den USA zu beobachten zu sein – ein weiterer Grund, dass die Zollsätze sicher nicht in Stein gemeißelt sind. In Europa ist zusätzlich die Frage der Versorgung mit ausreichend günstiger Energie und knappen Rohstoffen entscheidend für Unternehmen und Haushalte geworden. Für die Geldpolitik bedeuten diese Wachstums-unsicherheiten bei höherem Inflationspotential ein Dilemma, sodass von vorsichtigeren Schritten als bisher erwartet auszugehen ist. Hinzugekommen sind Fragezeichen hinter den Gewinnen

im Technologiesektor. Insbesondere Unternehmen mit KI-basierten, die Aktienmärkte zunächst stark treibenden Geschäftsmodellen, gerieten zuletzt unter Druck. Zudem kann auch die Ausweitung von kreditfinanzierten staatlichen Ausgabeprogrammen, die die Schuldenquoten steigen lassen und die langfristige Bedienung angesichts anhaltend niedriger Wachstumsraten und ungünstiger demographischer Entwicklung mindestens erschweren werden, trotz ihrer beabsichtigten wachstumsunterstützenden Wirkungen, die privaten Sektoren belasten. Andererseits könnte die steigende Schuldenentwicklung der öffentlichen Sektoren und die damit ebenfalls einhergehenden höheren Inflationsgefahren sowohl die Federal Reserve als auch die EZB dazu bewegen, jede eigentlich anvisierte Zinssenkung kritischer als zuvor zu hinterfragen. Die Fed könnte agieren – die EZB vermutlich eher nicht. Was dort dem Wachstum keinen Auftrieb gibt! Diese herausfordernde Situation wird zudem von geopolitischen Unwägbarkeiten überlagert, die sich insbesondere beim Krieg Russlands gegen die Ukraine sowie dem machgetriebenen Verhalten Chinas gegenüber Taiwan und seinen Handelspartnern zeigen.

Aktien

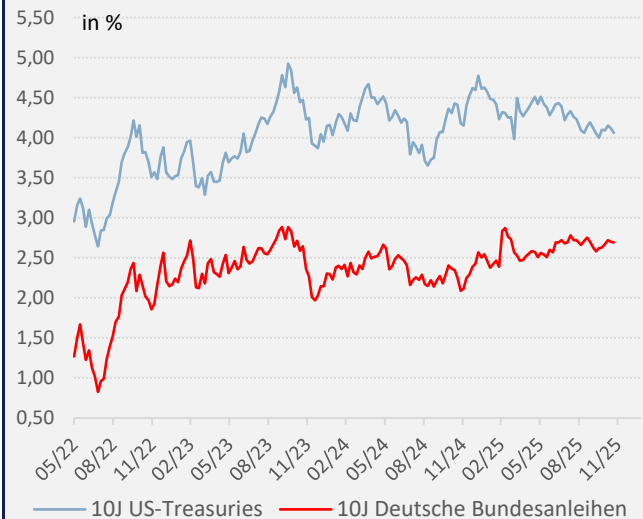
Zuletzt gerieten die Aktienmärkte etwas unter Druck: So sanken die US-Indizes aufgrund hoher Bewertungen im Technologiesektor und den hinterfragten Gewinnerwartungen im KI-Bereich. Hinzu kamen Gewinnmitnahmen nach einer erfolgreichen Performance im bisherigen Jahr. Zweifel an einer Zinssenkung durch die Federal Reserve drückten auch auf die europäischen Aktienmärkte – hier bleibt zudem die Wachstumsdynamik schwach. Es belasten die US-Zollanhebungen, die hohen Preise für Energie, die Disruptionen im Industriesektor und damit die schlechte Stimmung. Zu hohe Inflationsraten bremsen Fed und EZB bei ihrer Unterstützung. Die staatlichen Ausgabenprogramme könnten zwar zu einer gewissen Wachstumsbelebung beitragen, doch die Schuldenfinanzierung hält die Zinsen konstant hoch. Ohne einen positiven Impuls (z. B. Überraschung bei Firmengewinnen, Geld- oder Geopolitik) ist nur bedingt Potential erkennbar.



» Quellen: Deutsche Börse AG (Wochenschlusskurse)

Zinsen

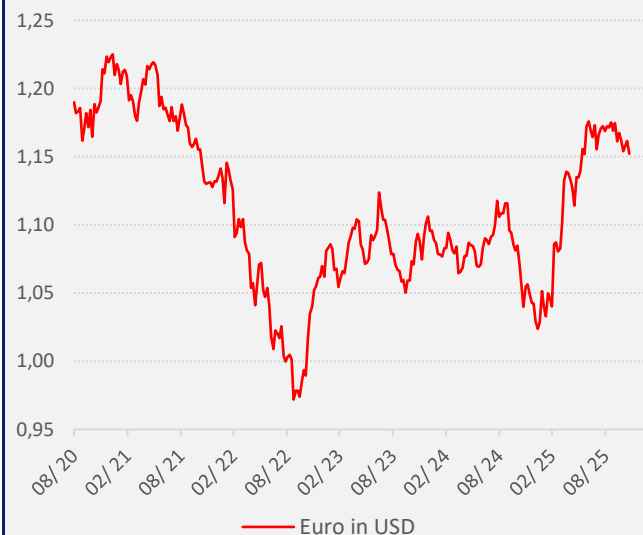
Die EZB hielt den Leitzins unverändert bei 2,15 % und signalisierte, dass keine Eile für weitere Zinssenkungen besteht, bis die Inflation nochmals auf unter 2 % nachgibt oder sich das Wachstum weiter abschwächt. Neue Zinsperspektiven kamen dagegen in den USA auf, wo sich die Signale mehrten, dass die Fed angesichts einer nicht zuletzt auch zollgetriebenen, robusten Inflation bei 3 % von einer eigentlich erwarteten Zinssenkung im Dezember auf 3,75 % Abstand nehmen könnte. Ausgebliebene Datenveröffentlichungen wegen des Shutdowns erschweren die Einschätzung; auch der mittlerweile veröffentlichte Arbeitsmarktbericht sorgte für wenig Klarheit. Dennoch bleibt eine Zinssenkung im Dezember oder dann im I. Quartal eine klare Option. Insofern könnten sich die Renditen der US-Treasuries mit einer etwas höheren Wahrscheinlichkeit als jene deutscher Bundesanleihen ermäßigen.



» Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System (US) via FRED® und Deutsche Bundesbank (Wochenschlusskurse)

Devisen

Nachdem der Euro zum Halbjahreswechsel ein 4-Jahreshoch bei USD 1,1850 markierte, folgte zunächst eine unspektakuläre Seitwärtsbewegung mit anschließender Abwertung auf knapp USD 1,15. Die rückläufigen Fed-Zinssenkungserwartungen und der noch hohe Zinsspread sind Gründe gewesen. Den Euro belasteten zudem die Wirtschaftsschwäche in der Eurozone, das erkennbare Stillhalten der EZB, die hohe Energieabhängigkeit sowie die politischen Unsicherheiten. Die Stimmung bleibt gedrückt, eine Lösung zwischen Russland und der Ukraine scheint nur zu Lasten der Ukraine und damit Europa denkbar zu sein. Impulse könnten von konjunkturellen oder politischen Überraschungen kommen, wobei der Euro nur schwer aus dem Bereich USD 1,14 und USD 1,19 ausbrechen dürfte. Zinssenkungen der Fed dürften aber perspektivisch den Euro eher wieder aufwerten lassen.



» Quelle: OECD via FRED® und EZB (Wochenschlusskurse)

Disclaimer – Wichtige rechtliche Rahmenbedingungen

Diese Information (nachfolgend als „Studie“ bezeichnet) ist von der Deutsches Analyse Netzwerk AG („DAN/AG“) erstellt worden. Die für DAN/AG zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Studie durch die BaFin ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an „professionelle Kunden“ oder „geeignete Gegenparteien“ gem. EU-Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) in Deutschland (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet).

Die Inhalte dieser Studie werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Studie ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von DAN/AG an Dritte weiterzugeben, ganz oder in Teilen zu kopieren oder in andere Sprachen zu übersetzen und/oder zu reproduzieren, auch darf diese Studie nicht dem Zugriff einer Künstlichen Intelligenz überlassen werden. Sämtliche Urheberrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DAN/AG.

Diese Studie ist nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf die Angaben in dieser Information vertrauen. Insbesondere darf weder diese Studie noch eine Kopie hiervon oder eine Übersetzung in anderer Sprache hiervon nach Japan oder in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeitende oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Bei dieser Studie handelt es sich nicht um eine Anlageempfehlung/ Anlagestrategieempfehlung, sondern lediglich um eine allgemeine Information. Aus diesem Grund ist diese Studie nicht unter Berücksichtigung aller besonderen gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen erstellt worden. Ebenso wenig unterliegt diese Information dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung, wie dies für Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen gilt.

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Studie einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle in dieser Studie enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die die DAN/AG grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Für die Erstellung dieser Studie nutzt die DAN/AG emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. DAN/AG hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Da insoweit keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann DAN/AG keine Gewährleistung oder Zusicherungen hinsichtlich der Richtigkeit, Genauigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in dieser Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder DAN/AG, noch deren Organe oder Mitarbeitende oder für DAN/AG tätige Analytinnen und Analysten können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Studie vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Studie in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Studie stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Studie stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Information dar. Die in dieser Studie in Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Studie im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Dementsprechend stellen die in dieser Studie enthaltenen Informationen lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Eine vollständige Beschreibung der Einzelheiten von Finanzinstrumenten oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Studie stehen könnten, ist der Dokumentation zu dem jeweiligen Finanzinstrument bzw. des jeweiligen Geschäftes zu entnehmen.

Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser Dokumentation getroffen werden. Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Studie sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Studie in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen ersetzen alle vorherigen Versionen einer entsprechenden Studie und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie. Zukünftige Versionen dieser Studie ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der DAN/AG, diese Studie zu aktualisieren und/oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit ist daher nicht gegeben.

Mit Verwendung dieser Studie erkennt der Empfänger die vorstehenden Rahmenbedingungen an.

Vorkehrungen zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten, zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zum Umgang mit Interessenkonflikten bei der DAN/AG

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die möglicherweise Einfluss auf Wertpapierkurse haben kann, wird durch den Compliance-Officer der DAN/AG überwacht, dessen Funktion im Vorstand der DAN/AG angesiedelt ist. Um Interessenkonflikte bei der Erstellung von Researchstudien bzw. Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen zu vermeiden, sind die für DAN/AG tätigen Analytinnen und Analysten verpflichtet, den Compliance-Officer über die Erstellung von Analysen zu informieren und dürfen nicht in Finanzinstrumente bzw. deren Emittenten investieren, die Gegenstand ihrer jeweiligen Analyse sind. Sie sind verpflichtet, zu Prüfzwecken auf Verlangen des Compliance-Officers über sämtliche Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen bzw. getätigt haben. Bei der Erstellung einer Anlageempfehlung, bei der offen zu legende Interessenkonflikte der DAN/AG existieren, werden Informationen erst nach Fertigstellung der Anlageempfehlung vom Compliance-Officer verfügbar gemacht. Eine nachträgliche Änderung einer Anlageempfehlung kommt nur nach Einbindung des Compliance-Officers in Betracht, wenn sichergestellt ist, dass die Kenntnis dieser Interessenkonflikte das Ergebnis der Analyse nicht beeinflusst.

Datum der Veröffentlichung: 27.11.2025

Herausgeber

Deutsches Analyse Netzwerk AG
Friedrichstraße 3-4, 37073 Göttingen

Amtsgericht Göttingen HRB 206948
Vorstand: Volker Sack, Aufsichtsrat (Vorsitz): Achim Heyer

Ansprechpartner

Dipl.-Volkswirt Bernd Krampen
Analyst

T: +49 (551) 503 114-18
bkrampen@dan-ag.de