

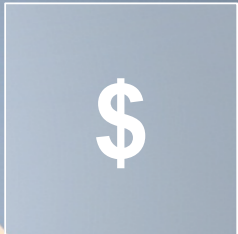
Konjunktur und Finanzmärkte 2026

Sell America Trade?

Birgit Henseler
Senior-Analystin

Regensburg, 06. Februar 2026

ANALYSE



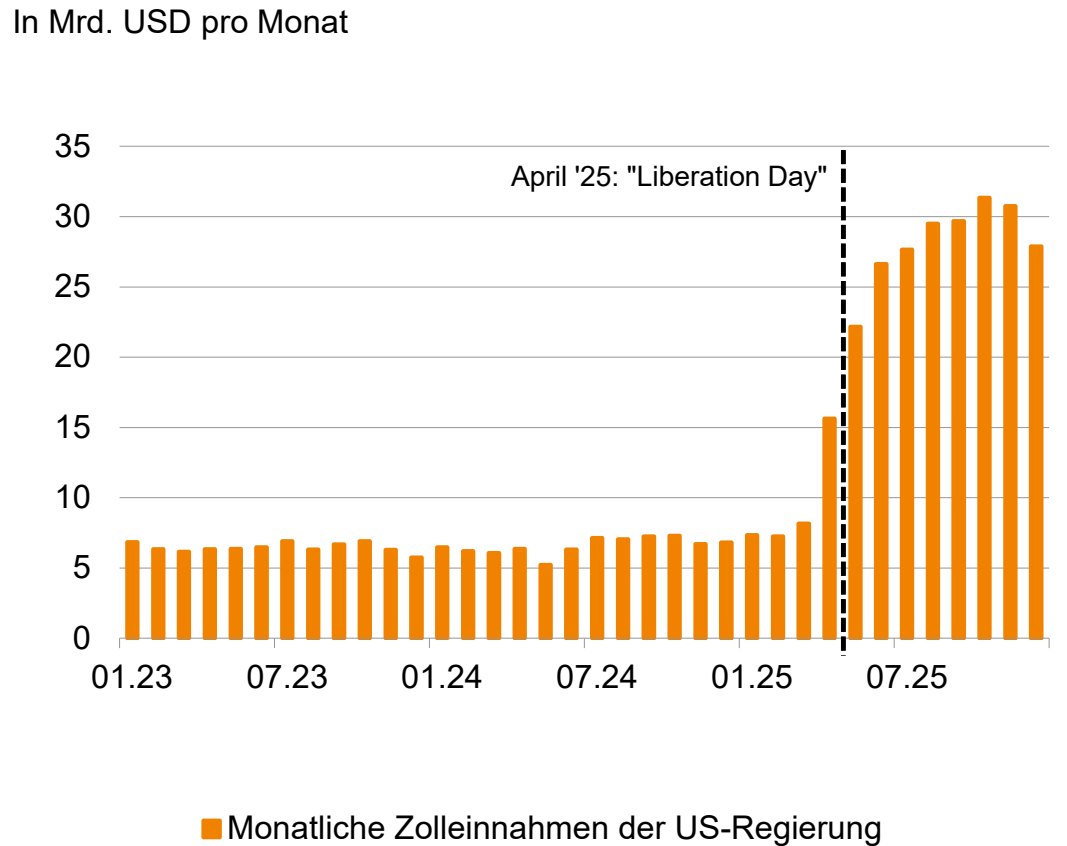
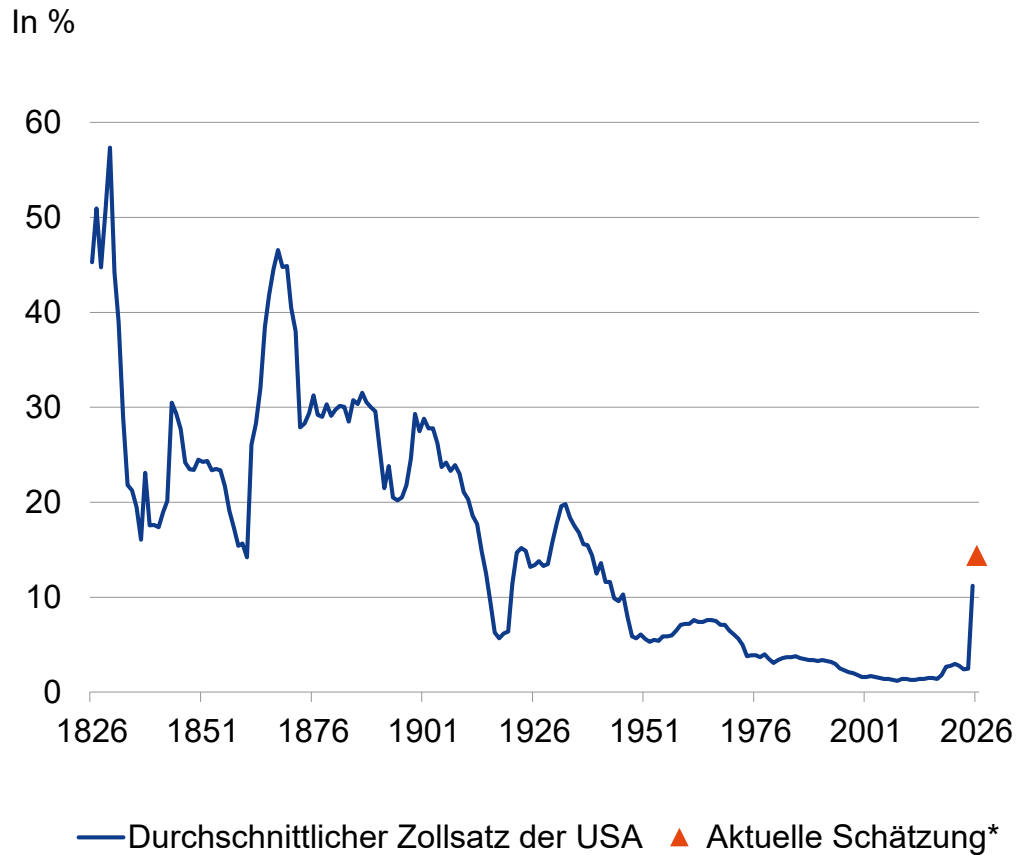
Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

Stand der Analyse:
29.1.2026

Die US-Zölle sind kräftig gestiegen



Hohe Einnahmen für die US-Regierung, Belastung für die Wirtschaft ist damit real



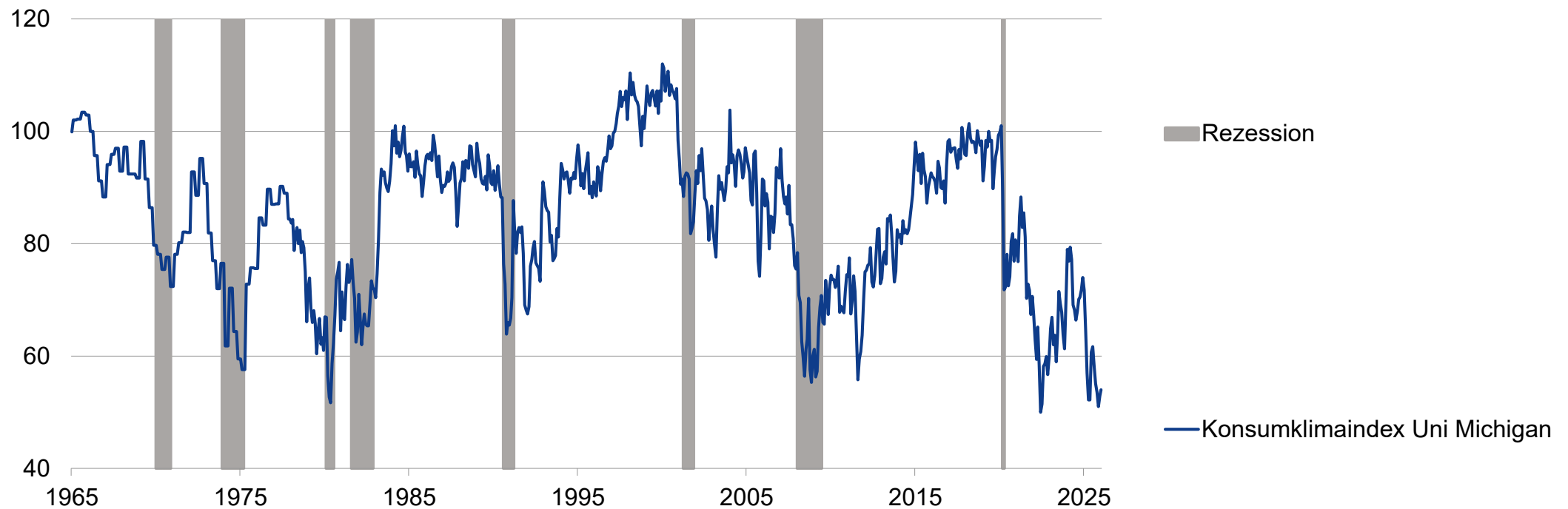
Quelle: Department of the Treasury, Tax Foundation, *Budget Lab at Yale University vom 17. November 2025

US-Konsumklima am Tiefpunkt: Angst vor Inflation und Arbeitslosigkeit



Eigentlich deutet das Konsumklima auf eine Rezession hin...

Index Feb. 1966=100



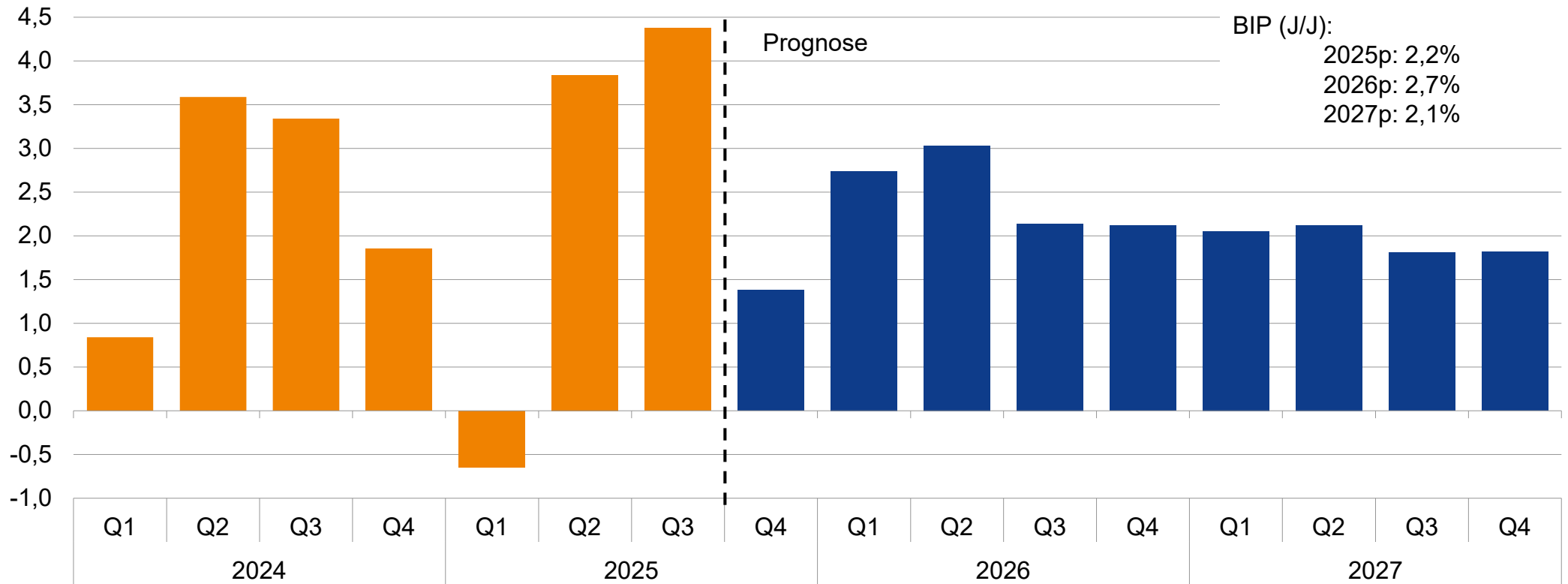
Quelle: Uni Michigan, NBER

USA: Zölle haben die Konjunktur bisher nicht abgebremst



Investitionen und Fiskalpaket stützen die Wirtschaft

BIP Q/Q in %, annualisierte Raten



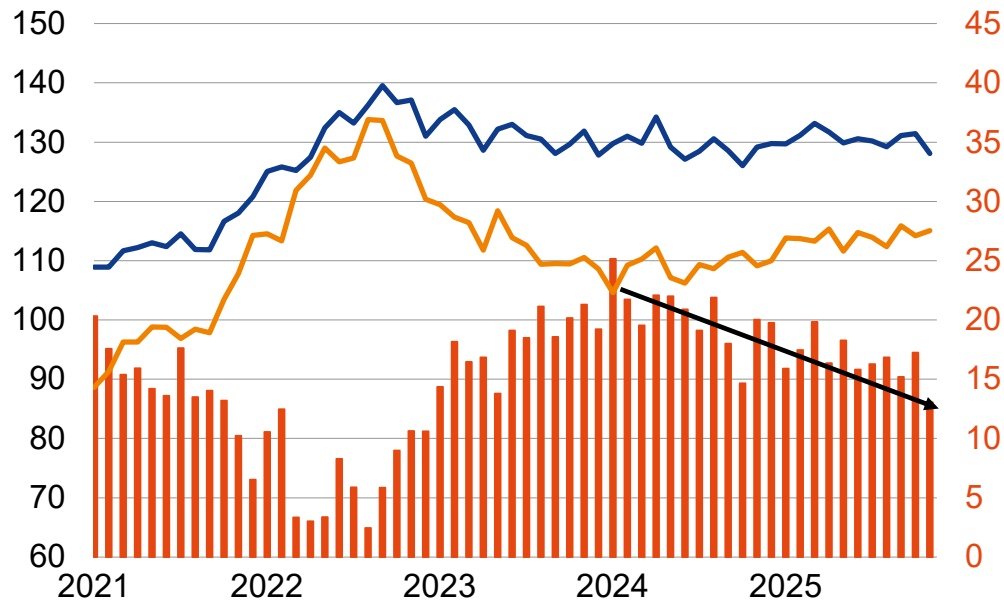
Quelle: BEA, BLS, p=Prognose: DZ BANK; *Mieten, Eigentüermieten & externe Unterbringung

Exporte weiterhin schwach

Das Wegbrechen des chinesischen Marktes belastet

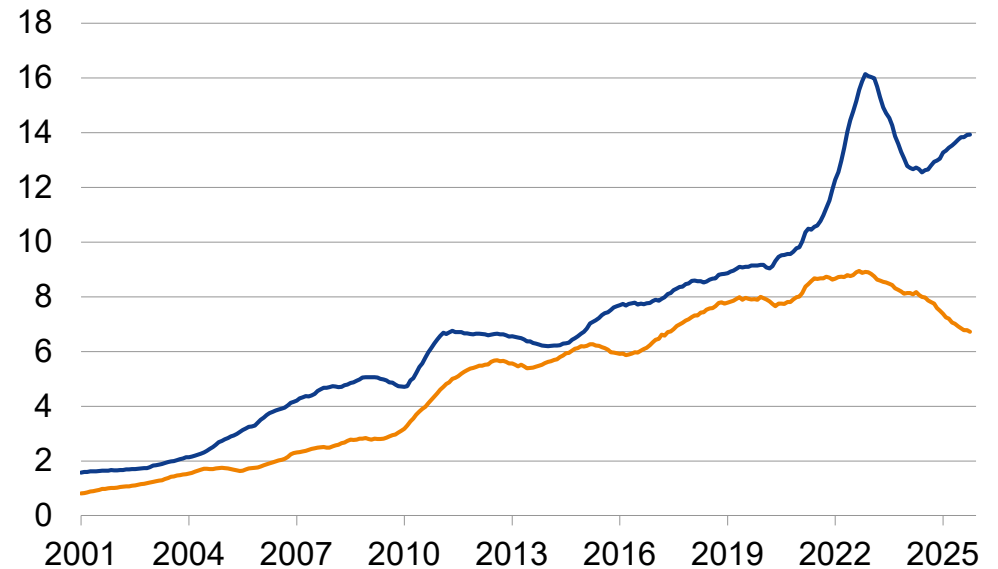


in Mrd. Euro



Handelsbilanz (R.S.) Warenexporte (L.S.)
Warenimporte (L.S.)

Deutschland: Handel mit China (in Mrd. EUR, 12M-MAV)



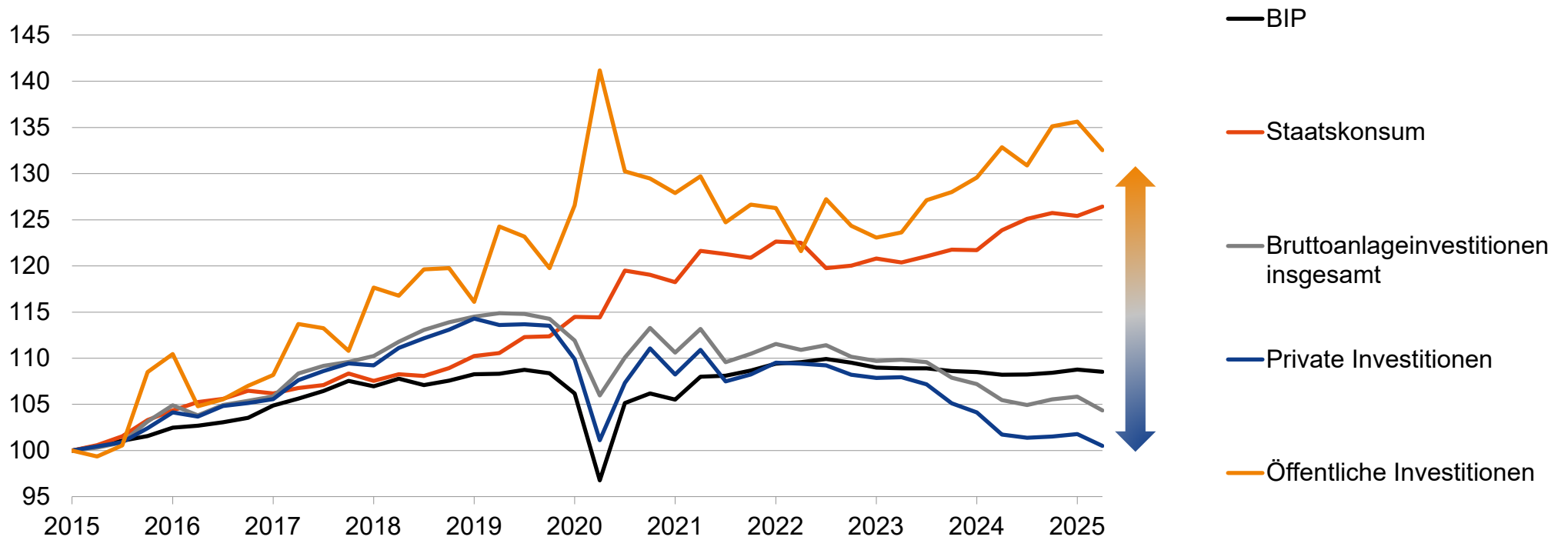
DE: Exporte nach China DE: Importe aus China

Aber: Deutschlands Problem...



Private Investitionen seit Jahren auf dem Rückzug

Q1 2015 = 100



Quelle: Macrobond, DZ BANK

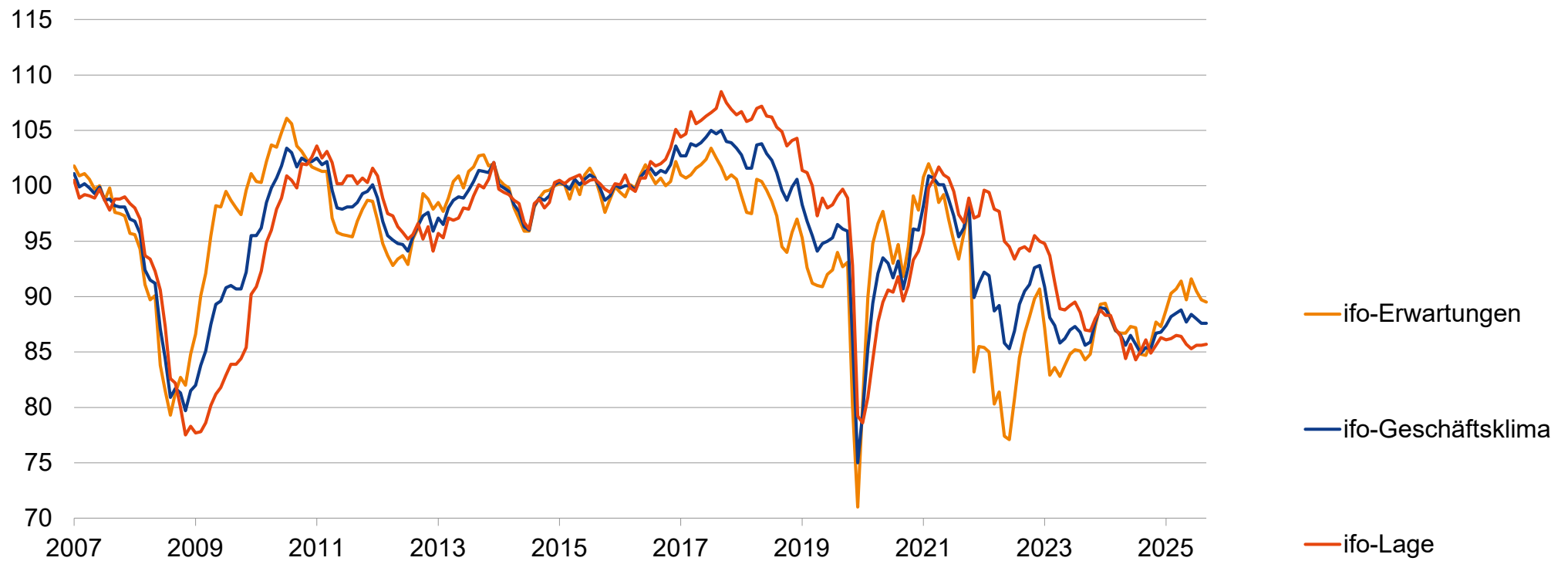
Seite 6

Ifo-Index: Hoffnung auf Besserung

Die Lage bleibt jedoch weiterhin miserabel



In Indexpunkten

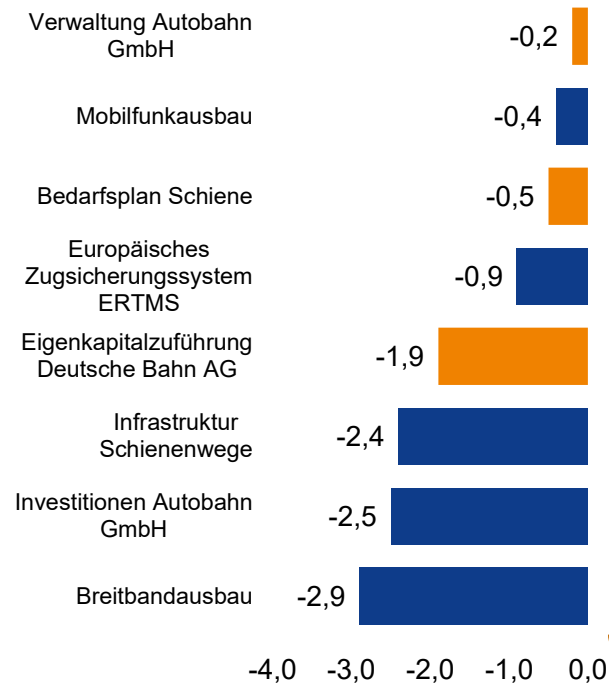


Quelle: Bloomberg; DZ BANK

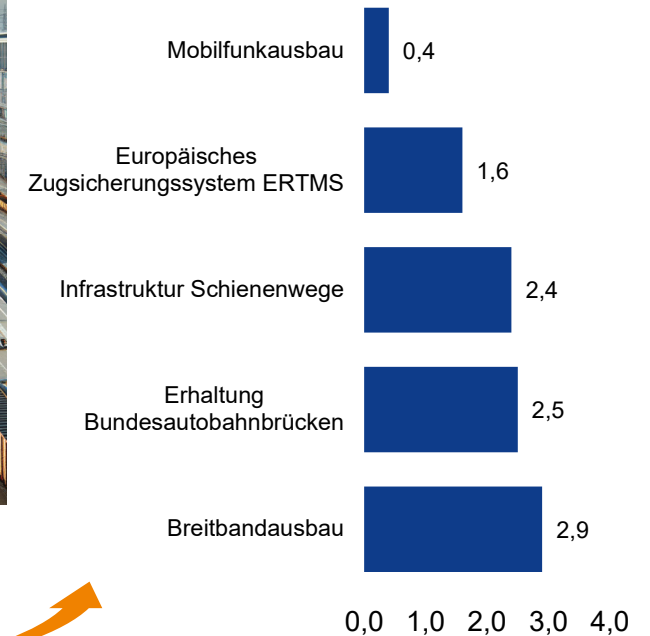
Sondervermögen als Verschiebepbahnhof: Beispiel Verkehrsministerium

Vorherige Teile des Kernhaushalts 2025 werden über das Sondervermögen finanziert

Streichung im Kernhaushalt, in Mrd. Euro



Finanzierung durch das Sondervermögen, in Mrd. Euro



**Einsparung und Verschiebung investiver Ausgaben!
Zusätzlichkeit?**

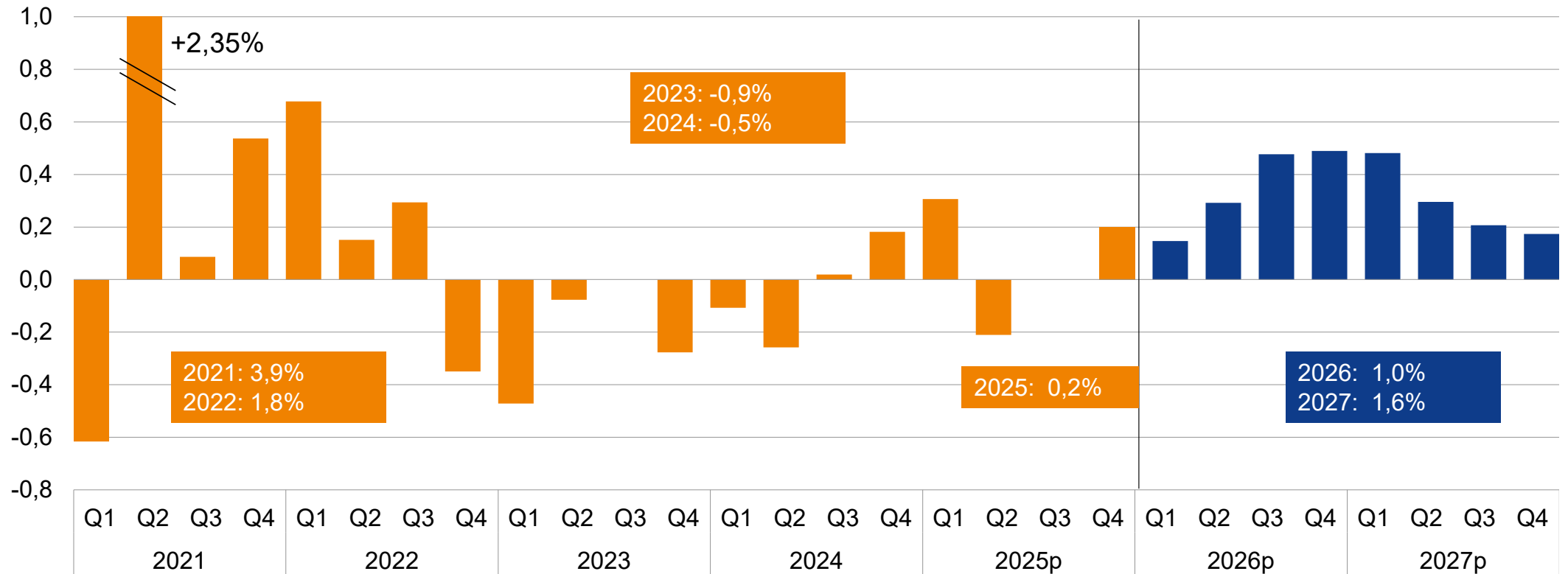
Quelle: Bundesministerium der Finanzen, ifo, DZ BANK

Wachstum 2026: Expansive Fiskalpolitik trägt erste Früchte



Dynamik sollte im Jahresverlauf zunehmen

Bruttoinlandsprodukt: Veränderung Q/Q in %



Quelle: Destatis, DZ BANK,

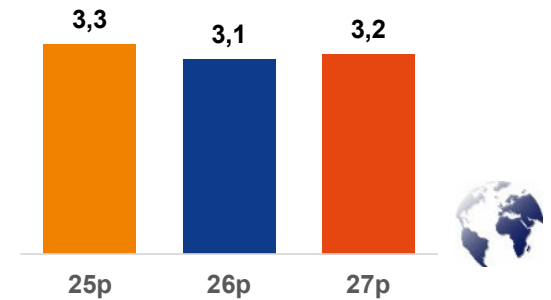
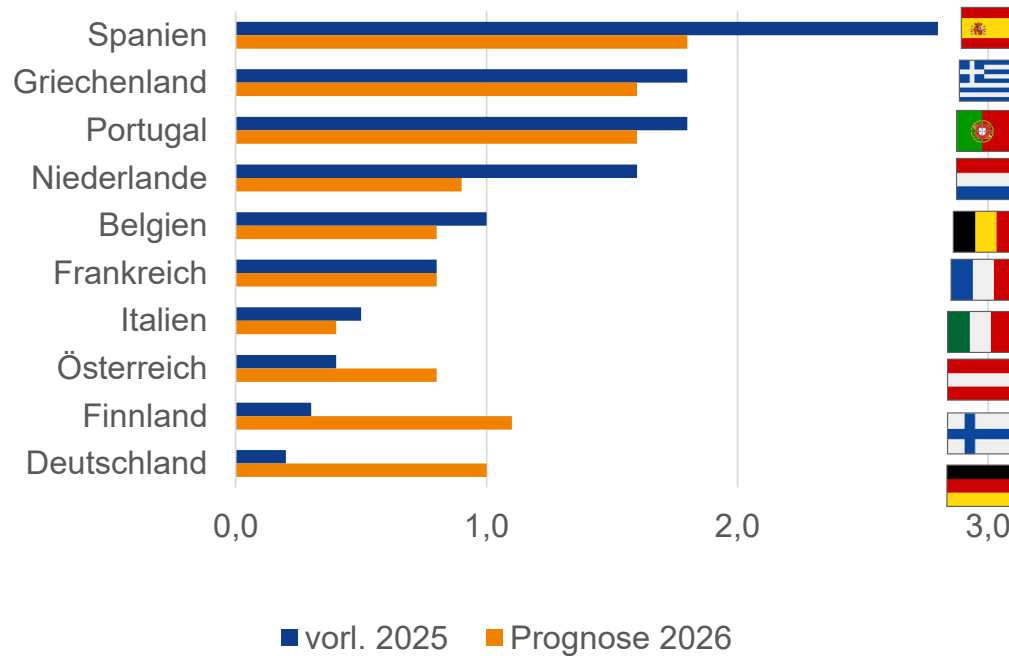
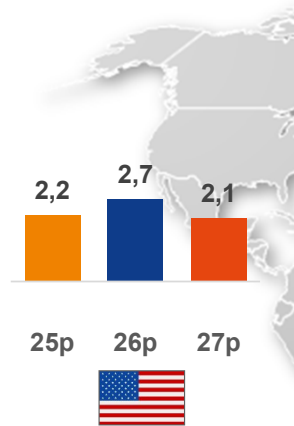
Weltwirtschaft: Zölle bremsen weniger als gedacht

Globales Wachstum um 3% in den kommenden beiden Jahren



Bruttoinlandsprodukt (J/J in %; p=Prognose)

Wachstum EWU-Staten 2026: 1%



Quelle: Macrobond, Oxford Economics, DZ BANK

Kapitalmärkte

Wie gefährdet ist die Unabhängigkeit der Fed?



Finanzmärkte sehen in Warsh keinen Handlanger von Trump



- Die Wirtschaft steht vor einer Phase des disinflationären Wachstums, da KI die Produktivität steigert (*Economy ist poised for a period of disinflationary growth as AI raises productivity*)
- Die Bilanzsumme der Federal Reserve kann erheblich reduziert werden (*Federal Reserve's balance sheet can be reduced significantly*)
- Ich halte die aktuelle Fed Politik der sogenannten Datenabhängigkeit für wenig wertvoll. (*I do not find the current Fed policy of Data dependence of much real value*)
- Regimewechsel (Regime change)

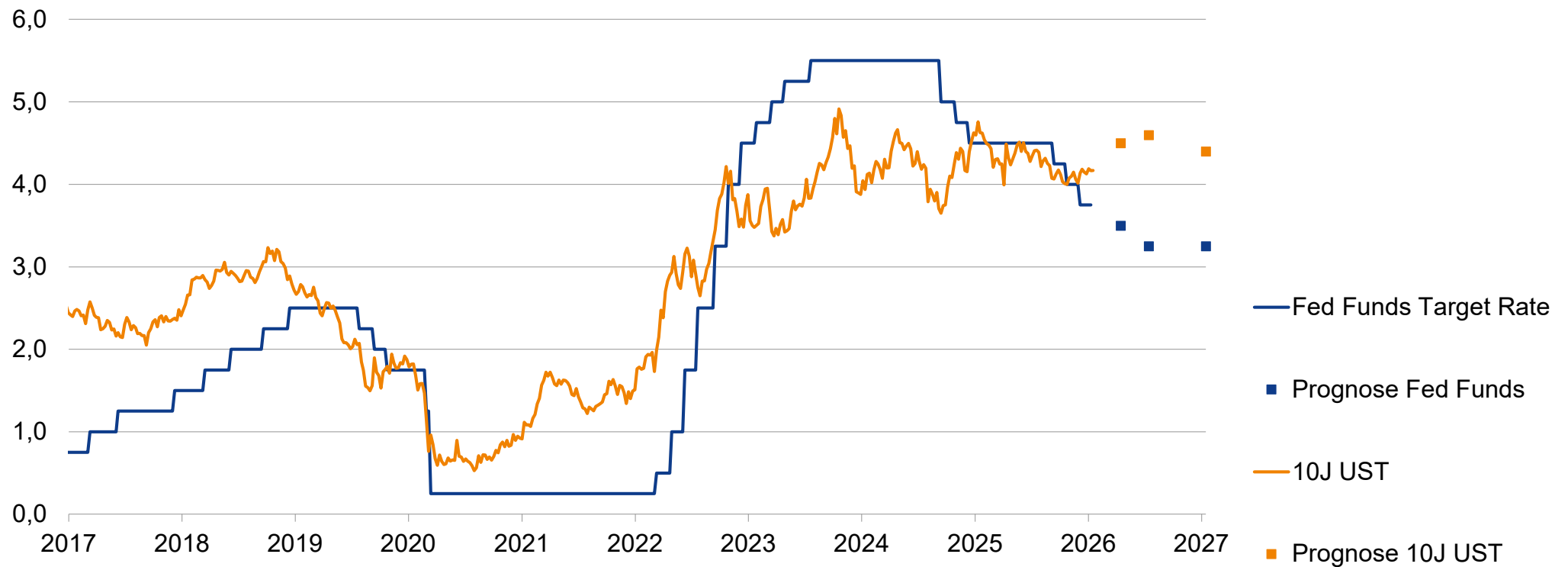
Quelle: DZ BANK, perplexity.ai

US-Währungshüter stellen weitere Zinssenkungen in Aussicht



10J Treasuries im Spannungsfeld zwischen Senkungsfantasie und Fiskalsorgen

US-Zinsen (Leitzinsen und Staatsanleiherenditen in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EUR-USD: Prognose

USD-Risiken sowie EWU-Wachstumsperspektive als treibende Faktoren



US-Dollar je Euro



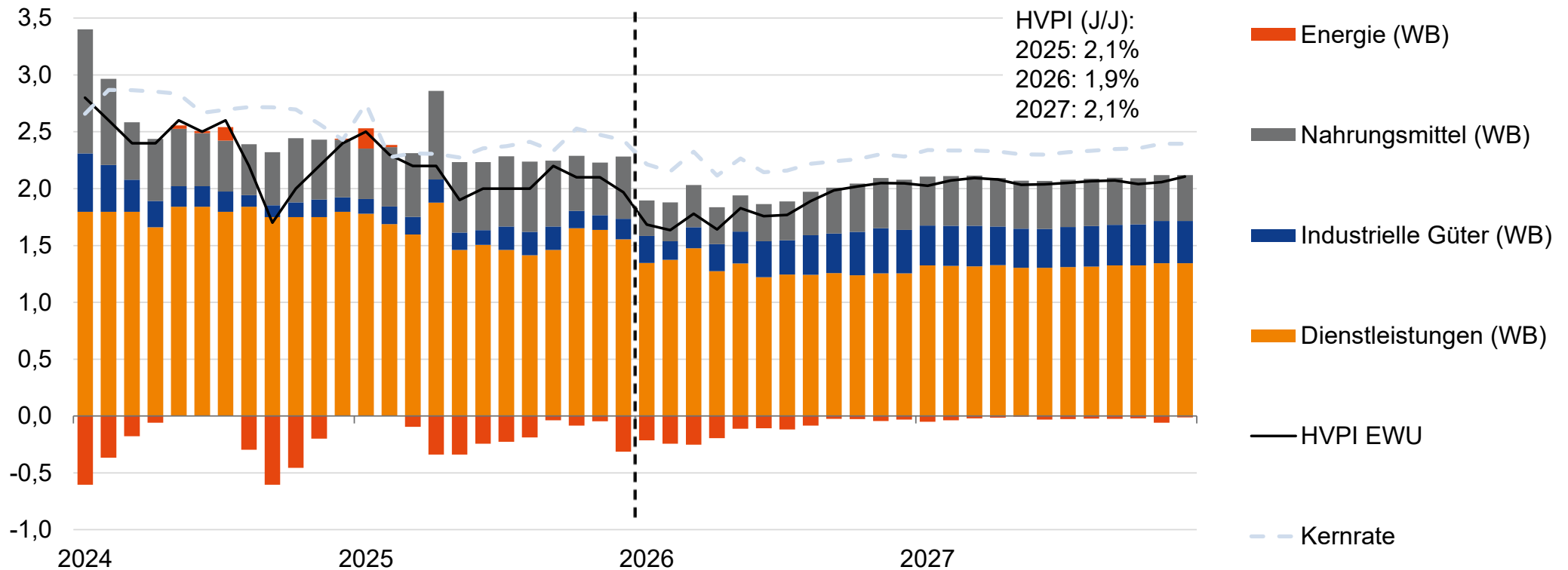
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EWU-Inflationsrate: Inflationsrate rutscht Anfang 2026 unter die 2%



Gedämpfter Ölpreis und schwache Konjunktur dämpfen erstmal Inflation

HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex J/J in %, WB = Wachstumsbeitrag



Quelle: Eurostat, DZ BANK

Seite 15

EZB – Staffelstabwechsel



Vier der sechs Vorstandsmitglieder scheiden 2027 aus



Piero Cipollone - 31. Oktober 2031



Frank Elderson - 14. Dezember 2028



Isabel Schnabel - 31. Dezember 2027



Christine Lagarde - 31. Oktober 2027

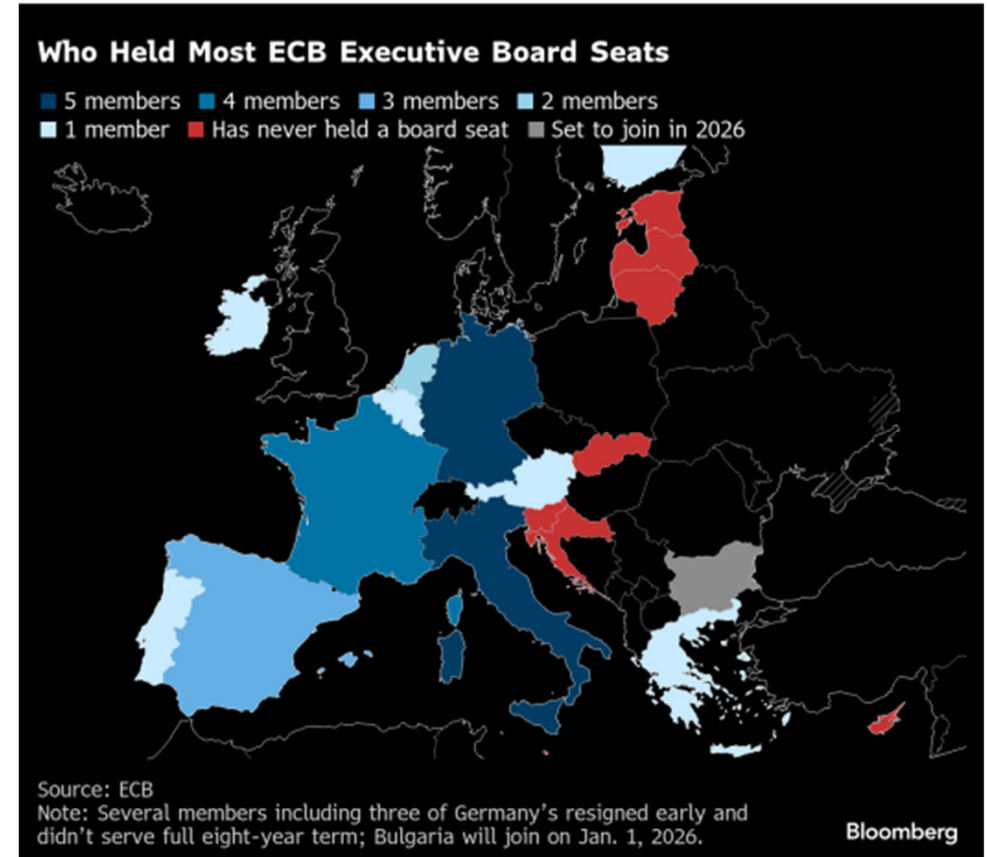


Philip R. Lane - 31. Mai 2027



Luis de Guindos - 31. Mai 2026

Boris Vujcic -Kroatien



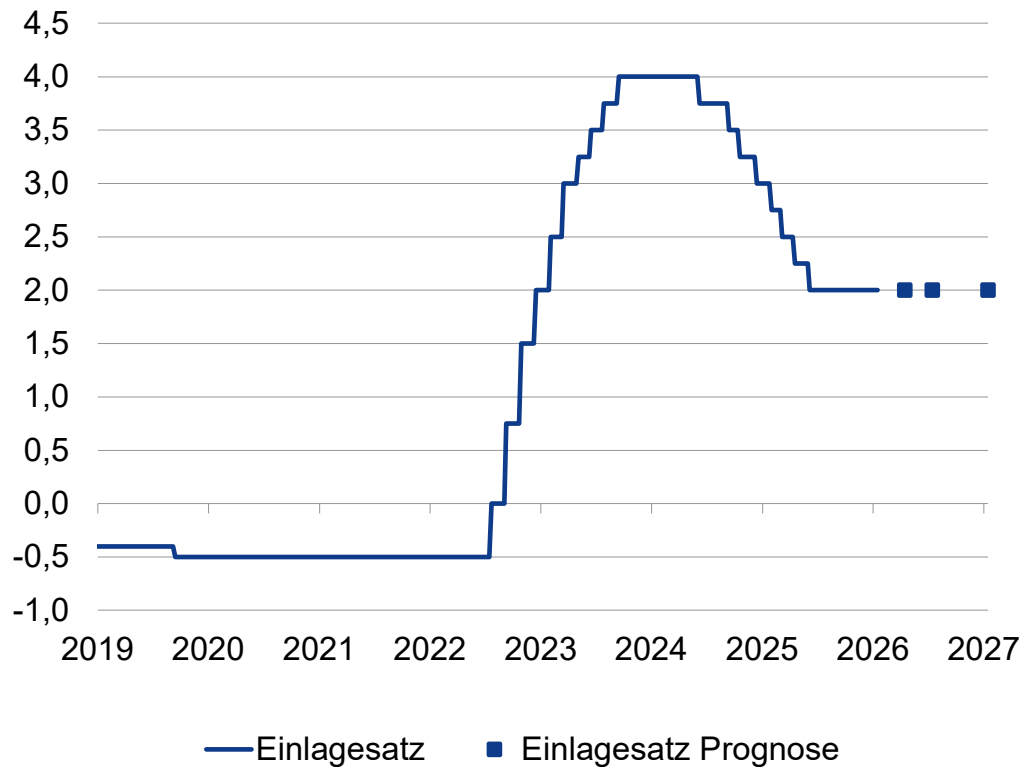
Quelle: Bloomberg; DZ BANK

EZB: Mission accomplished!

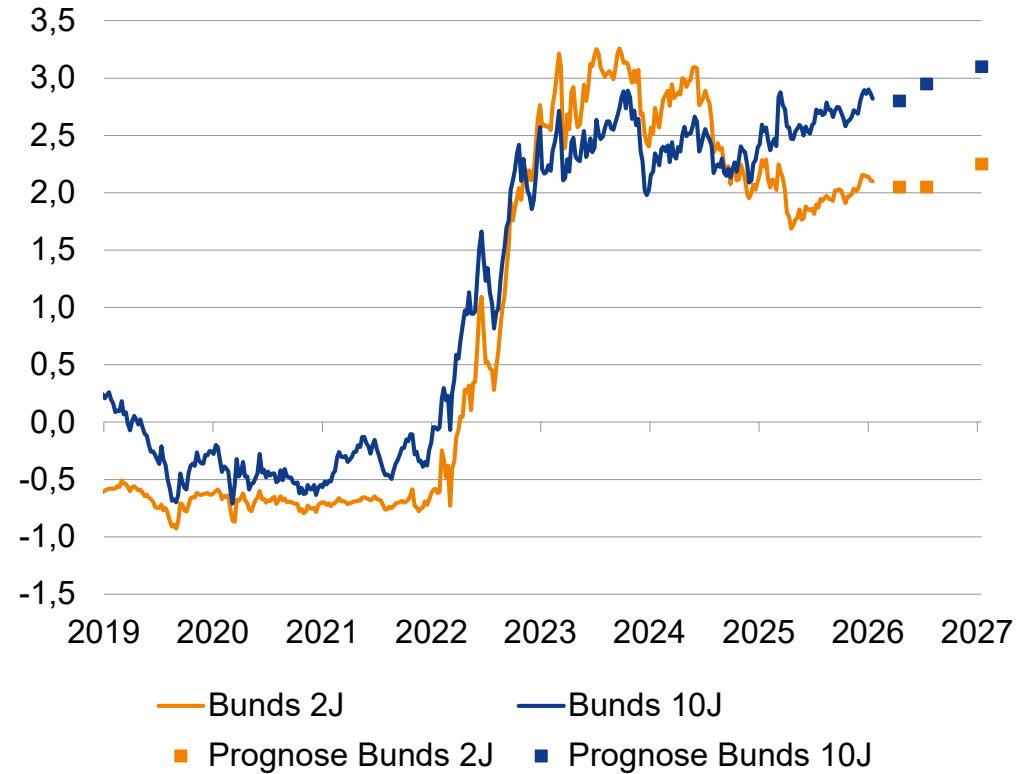
Dennoch rechnen wir mit steigenden Renditen am langen Ende



EZB Leitzinsen (in %)



Bundrenditen in Prozent



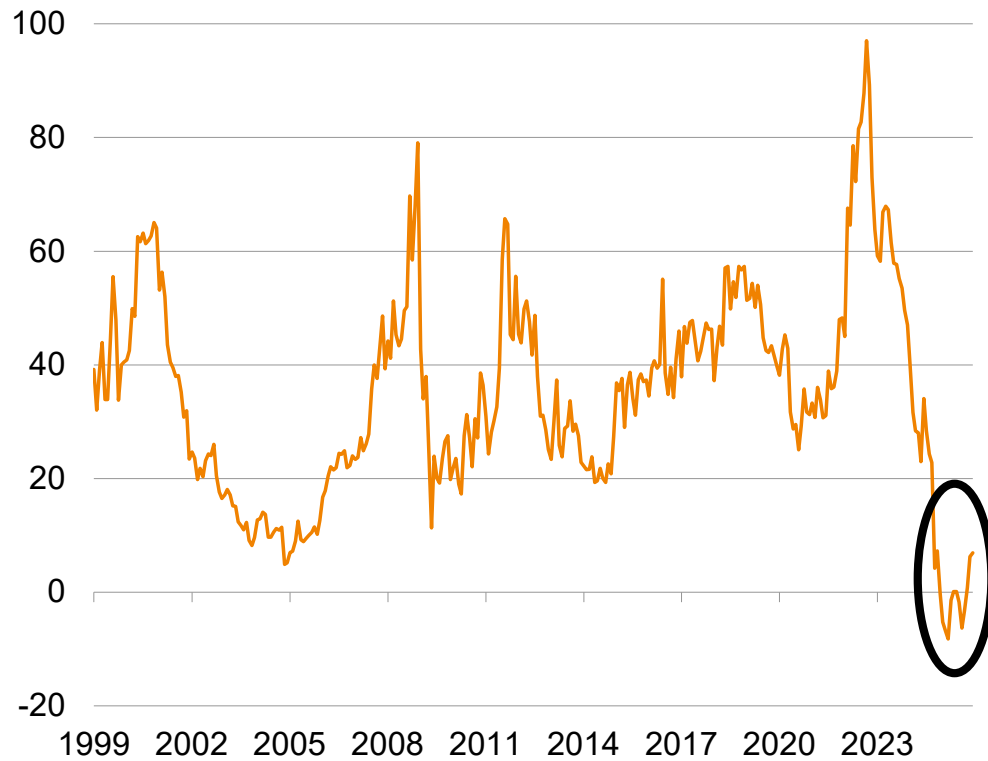
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Swapspreads wieder oberhalb der Nulllinie

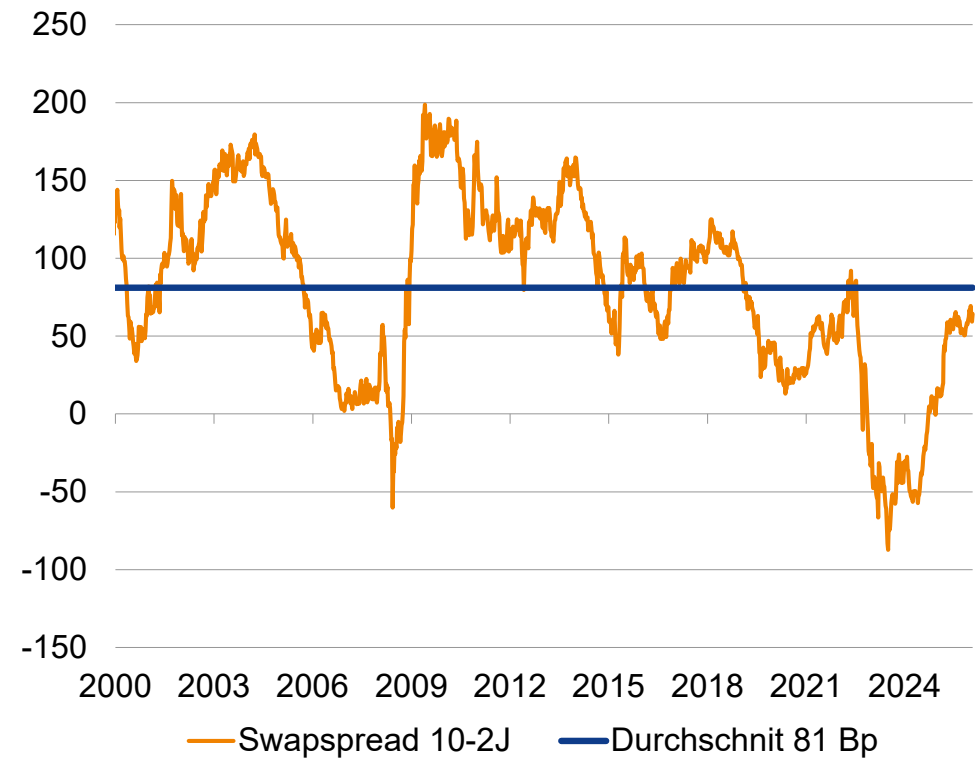
Bunds behalten relative Attraktivität



Bund/Swaps spread 10 Jahre in Basispunkten



In Basispunkten



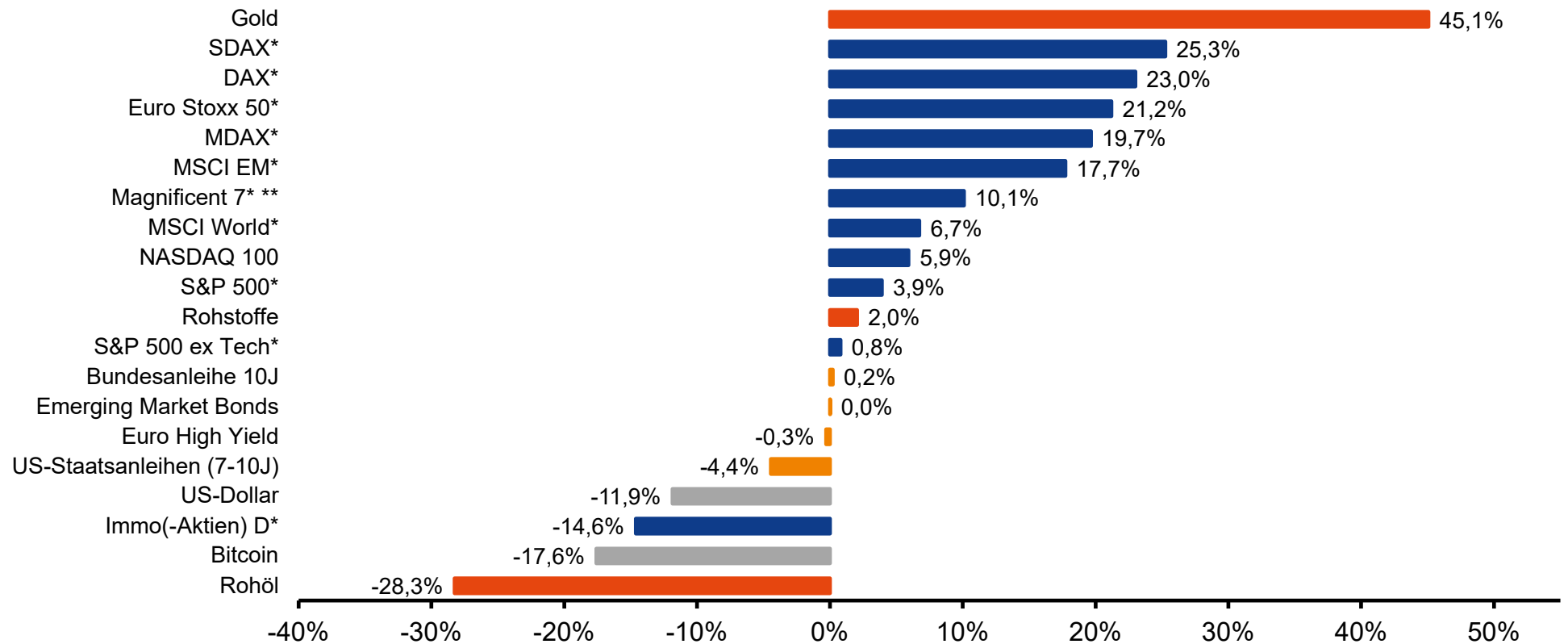
Quelle: Bloomberg; DZ BANK

Gold mit Abstand vorne – Bitcoin und Öl rutschen ab



Heterogene Entwicklung an den Aktienmärkten – teils durch Dollar-Schwäche

Kursentwicklung in 2025 in Euro, *inkl. Dividenden



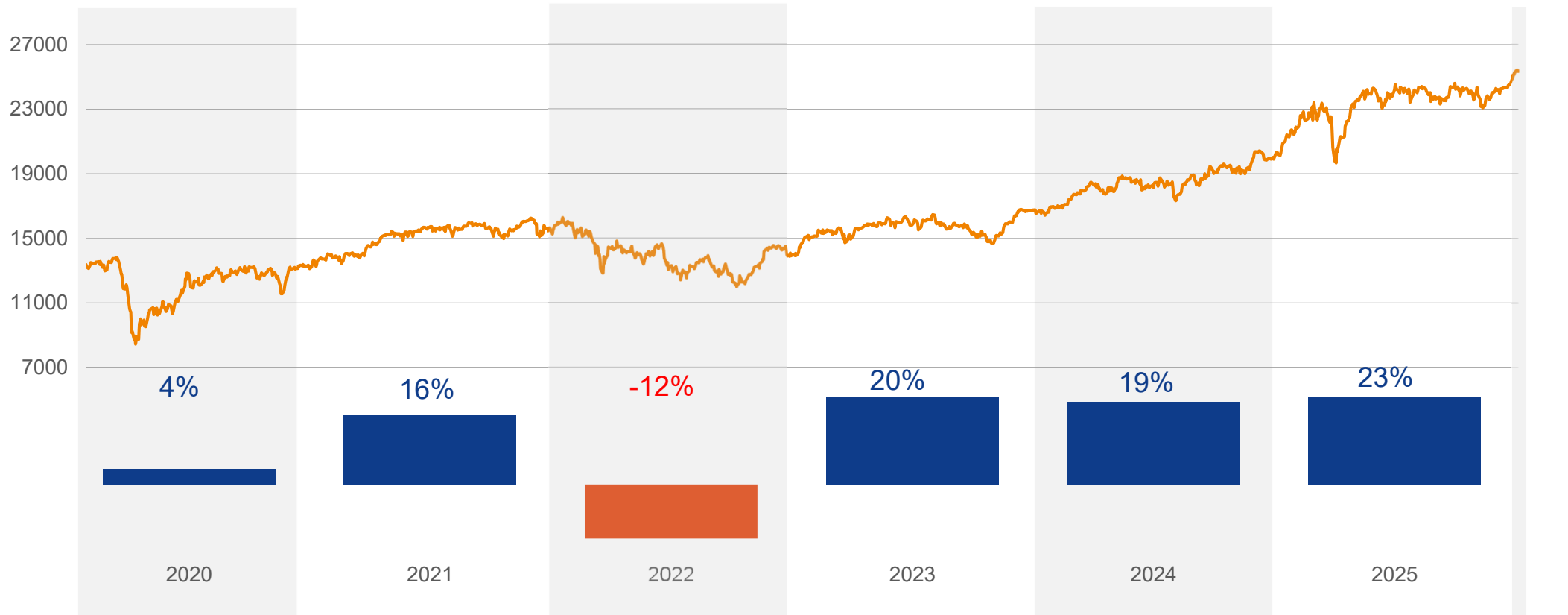
Quelle: Bloomberg, DZ BANK, **Mitglieder: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA, Tesla

DAX: Von einem Allzeithoch zum nächsten



Performance in den vergangenen Jahren gut – außer 2022

In Indexpunkten



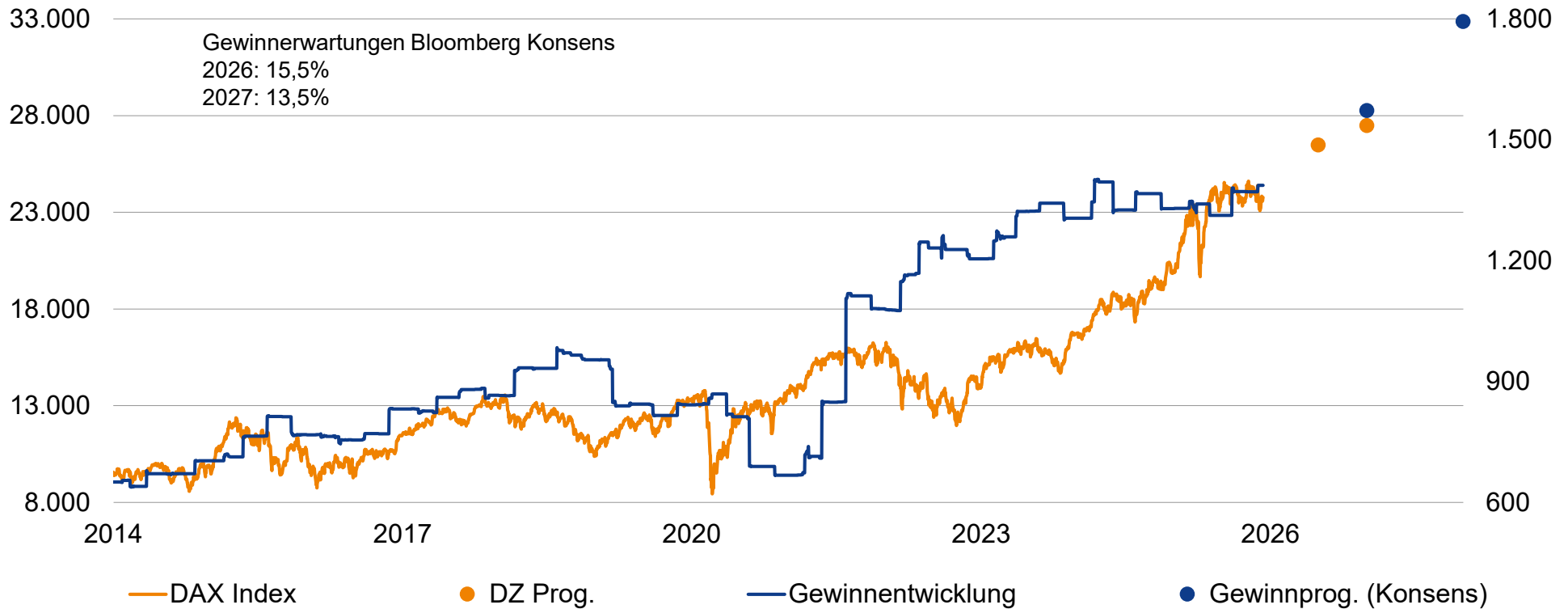
Quelle: Bloomberg; DZ BANK

DAX dürfte Ende 2026 die Marke von 27.500 Punkten erreichen,...

... getragen von hohen Gewinnerwartungen



DZ-Prog. im Einklang mit erwarteter Gewinnentwicklung je Aktie (in Pkt.)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

1. Grund: Gewaltiges Fiskalpaket stützt deutsche Wirtschaft

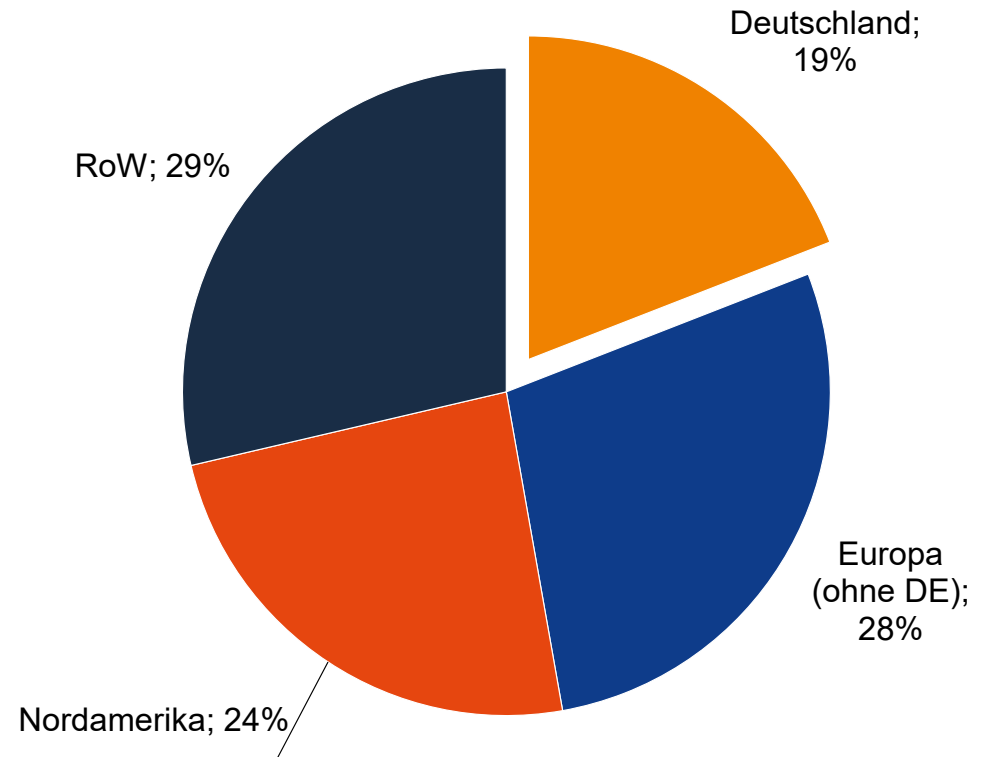


Solides Wachstum in Europa und USA hilft zusätzlich

In Mrd. Euro



Außenumsatz-Anteile der DAX-Unternehmen



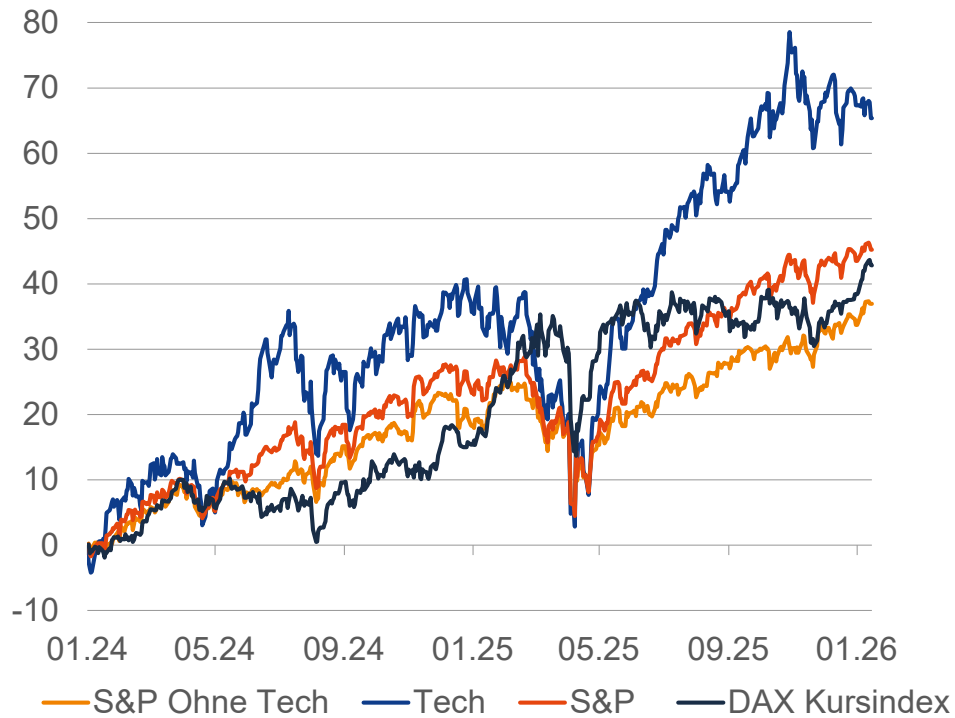
Quelle: Bundesfinanzagentur, DZ BANK

Weitere Gründe: Kursentwicklung von Tech / KI getrieben

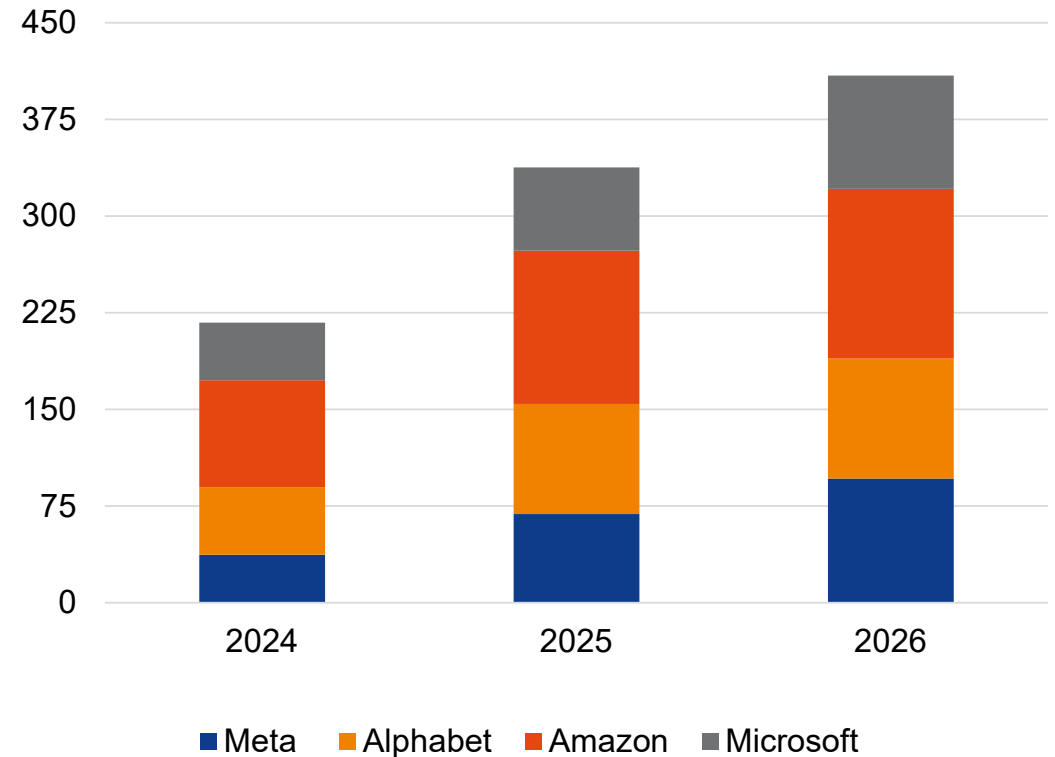


Investitionen der Techgiganten weiterhin hoch

Kursentwicklung ausgewählter Indizes seit 2024 (indexiert auf 100)



Investitionen in Mrd. US-Dollar



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

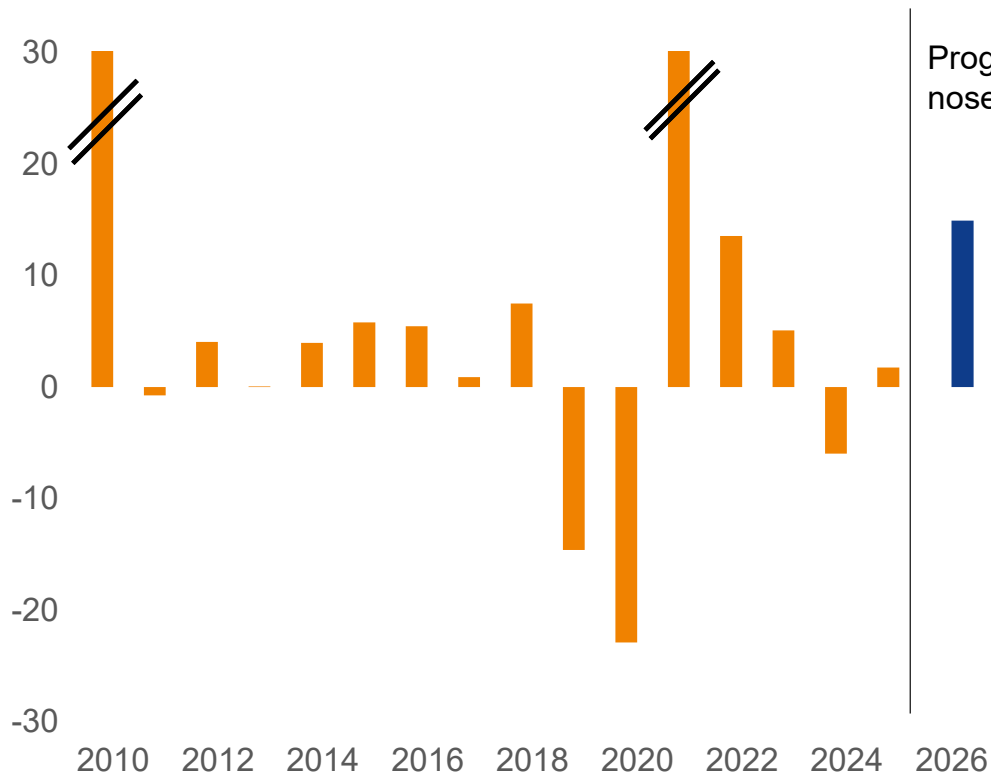
Seite 23

DAX: Gewinnentwicklung in den vergangenen Jahren mau

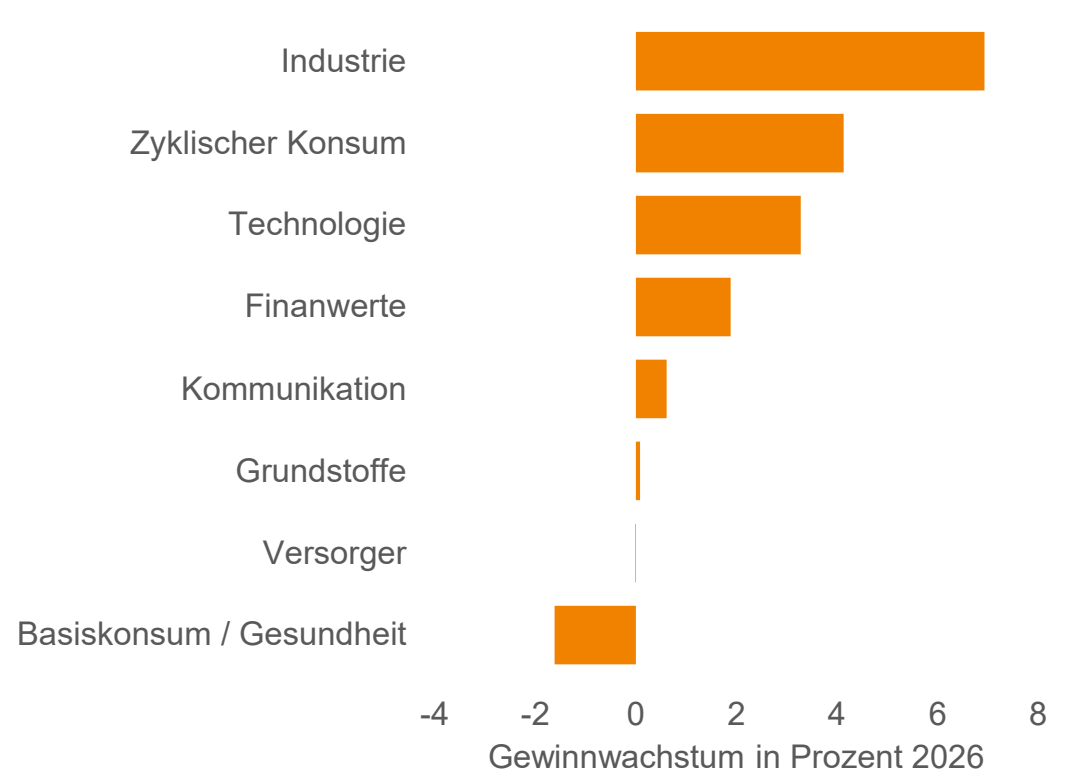


Zweistelliges erwartetes Gewinnwachstum für 2026 / 2027

In Prozent ggü. Vorjahr



In Prozent ggü. Vorjahr



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

DZ Research auch als Blog, Podcast und auf LinkedIn

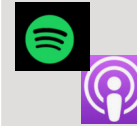
Wo immer, wann immer – kompetente und vielfältige Analysen



<https://dzresearchblog.dzbank.de/>



auf ApplePodcasts und Spotify



LinkedIn



DZ Research

Rechtliche Hinweise

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich** freigegeben.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Markt-volatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittenten oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Rechtliche Hinweise

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten ESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegel für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.

Impressum

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2026

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main