



LB≡BW

Halbjahresausblick 2025

LBBW Research

Unsicherheit auf Rekordniveau: Die Folgen für Märkte und Anleger

01	Einleitung	S. 2
02	Geopolitik	S. 3
03	Innenpolitik	S. 5
04	Konjunktur	S. 7
05	Umwelt- und Energie	S. 9
06	Zinsen	S. 11
07	Währungen	S. 13
08	Aktien	S. 15
09	Immobilien	S. 17
10	Rohstoffe	S. 19
11	Prognosen des LBBW Research	S. 21

Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt und Leiter Research
+49 711 127-73462
Moritz.Kraemer@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de
www.LBBW.de/Research

In aller Kürze:

- Die deutsche Wirtschaft kommt nur langsam vom Fleck.
- Die Inflation liegt auf Zielkurs, die EZB senkt noch ein letztes Mal den Leitzins.
- US-Präsident Donald Trump verursacht weiter hohe Unsicherheit.
- Aktien mit Risiko einer Korrektur.

Gedanken in der Halbzeitpause

Kaum zu glauben, aber es ist nun wirklich schon Halbzeit im Jahr 2025. Anlass genug für das Team des LBBW Research, in der Kabine das Spiel dieses Jahres vor dem Hintergrund der erlebten ersten Hälfte noch einmal gründlich zu analysieren. Wir legen deshalb heute den Ausblick für die zweite Halbzeit vor.

Die erste Hälfte war von einem Tempo, das einem bisweilen der Atem stockte. Trump grätschte die Märkte mit frühmorgendlichen Social Media Posts oder bizarren hochgehaltenen Tafeln ab. Normalerweise wären diese Rempelen mit einer gelb-roten Karte quittiert worden. Wir haben aber gelernt, dass die bisherigen Regeln nicht mehr gelten und ständig neu geschrieben werden, während das Spiel läuft. Die geopolitischen Risiken werden immer unwägbarer. Der Global Economic Policy Uncertainty Index hat einen neuen Rekordwert erreicht (Abb. 1). Auch in Deutschland haben wir eine neue Regierung mit gelöster Schuldenbremse und einem neuen Programm, das viel verspricht, aber bisher vor allem durch ziemlich ungehemmten Willen zur Kreditaufnahme auffällt.

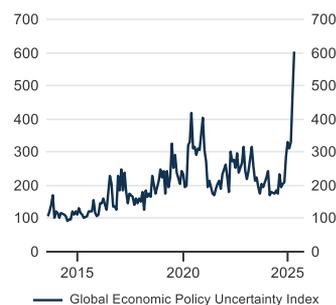
Kann das wirklich in diesem Tempo weiter gehen? Ich fürchte schon, denn der unstete Geist von US-Präsident Donald Trump schwebt weiter über allem. In den kommenden Tagen und Wochen werden wir uns wieder mit seiner Zollorgie beschäftigen müssen, denn das Moratorium der „Liberation Day“-Zölle läuft ab. Mehr Fehlpässe und Eigentore sind zu erwarten, was den US-Präsidenten nicht davon abhalten wird zu behaupten, er habe das Spiel haushoch gewonnen.

Schauen ich zurück auf unseren Jahresausblick 2025, so stelle ich fest, dass unsere Prognosen gut gealtert sind. Wir müssen für die zweite Halbzeit nur punktuell wechseln. Für Deutschlands Wirtschaft bleiben wir vorsichtig. Statt einer roten Null beim Wachstum sehen wir nun eine schwarze Null. Die expansive Fiskalpolitik Berlins ist dabei der maßgebliche Grund für die homöopathische Prognoseanpassung nach oben. Die Inflation bewegt sich nun im Dunstkreis des 2 %-Inflationsziels, wie von uns beim Jahresausblick erwartet. Deshalb halten wir auch daran fest, dass die EZB noch ein vorerst letztes Mal die Zinsen senken wird. Für die Fed hingegen sehen wir keine Beinfreiheit bei Zinssenkungen, weil Zölle und die geplanten Ausweisungen von Migranten inflationär wirken dürfte. Jay Powell und sein Team sollten sich durch die Pöbeleien von der Seitenlinie aus dem MAGA-Fanblock nicht beirren lassen.

Auf den Aktienmärkten haben die Anleger im ersten Halbjahr gefeiert, als sei die Meisterschale schon sicher. Wir sehen in Anbetracht des Bewertungsniveaus, der Abschwächung der Weltwirtschaft und der außergewöhnlichen Unsicherheiten für den weiteren Jahresverlauf ein erhöhtes Risiko für eine Korrektur. Die Rentenmärkte dürften im weiteren Spielverlauf von gemächlich steigenden Renditen am langen Ende gekennzeichnet sein, getrieben von der Ausweitung des Angebots deutscher Staatsanleihen.

Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt und Leiter Research
+49 711 127-73462
Moritz.Kraemer@LBBW.de

Abb. 1: Unsicherheit auf Rekordhoch



Quelle: LSEG, LBBW Research
Stand: April 2025

Keine Beinfreiheit für die Fed

Die Welt wird unsicherer

Der Ukraine-Krieg als Prüfstein für die NATO

Die neue US-Regierung wirbelt nicht nur die Weltwirtschaft durcheinander, sondern auch die Weltpolitik. Dass Trumps Versprechen, den Krieg in der Ukraine in einem Tag zu beenden, nicht einlösbar sein würde, war klar. Aber selbst ein halbes Jahr nach Amtsantritt ist der Fort- und Ausgang des Konflikts unklar, was auch ein Stück weit auf Trumps Schlingenkurs zurückzuführen ist. Immerhin scheint er die USA vorläufig in der NATO halten zu wollen. Für die Europäer bedeutet das höchstens einen Zeitgewinn, um Russland in einigen Jahren aus eigener Kraft von einem Angriff auf weitere osteuropäische Staaten abschrecken zu können. Je stärker sich Trump fühlt, desto weniger wird er auf Europas Interessen eingehen. In einem Punkt kann man die Kritik an Europa verstehen: Die sicherheitspolitische Trittbrettfahrerei der jüngeren Jahre ging auf Kosten der USA. Europa bekommt nun schonungslos seine selbstverschuldete Hilflosigkeit vorgeführt und muss sich nicht wundern, dass es weltpolitisch keine Rolle spielt und nicht einmal mehr konsultiert wird.

Formelle Bündnisse mit den USA sind wenig wert

Dessen ungeachtet: Die US-Politik gegenüber Russland lässt sich nur als dilettantisch bezeichnen. Dem Aggressor von Beginn an so weit entgegen zu kommen, wie Trump es getan hat, widerspricht jeder Verhandlungslogik. Die Ukraine zum Angreifer zu stempeln, also die Umkehr der Kriegsschuld, untergräbt nicht nur das Vertrauen bisheriger US-Verbündeter in die alte Führungsmacht, sondern auch das potenzieller neuer. Für einen (Rohstoff-)Deal mit Putin und in der irrationalen Hoffnung, Russland damit von China loslösen zu können, scheint der US-Präsident bereit zu sein, über Jahrzehnte gewachsene Beziehungen in die Tonne zu treten. In seinem Auftreten mag Trump stark erscheinen, er signalisiert anderen Staaten aber zuvörderst, dass sie sich nicht auf die USA verlassen können. Formelle Bündnisse geraten zunehmend in Frage. Die Nachbarstaaten Mexiko und Kanada bekommen das besonders schmerzlich zu spüren. Abstruse Forderungen, den nördlichen Nachbarn zum 51. Bundesstaat der USA zu machen, sind nur ein Beispiel.

Asiens Vertrauen in die USA nimmt ab

Auch im (geo-) politischen Wettbewerb mit China dürfte diese Haltung die USA auf längere Sicht erheblich schwächen. Der Ausstieg der USA aus zahlreichen internationalen Verträgen und Organisationen löst vor allem in Ost- und Südostasien Verunsicherung aus. Die Länder der Region haben großes Interesse an einer regelbasierten Weltordnung, die sie gegenüber Ansprüchen der Großmächte schützt. Die USA brachen in der Vergangenheit zwar immer wieder internationale Vorgaben, aber angesichts Chinas ökonomischer Dominanz und regionaler Gebietsansprüche (etwa im Südchinesischen Meer) waren die USA ein willkommenes Gegengewicht. Trump untergräbt das Vertrauen in die USA als strategischen Partner. Die noch von Obama vorangetriebene Allianz der USA mit asiatisch-pazifischen Staaten (Trans Pacific Partnership) hat Trump verworfen. Stattdessen setzt er selbst traditionelle Verbündete wie Japan oder Südkorea mit Zöllen unter Druck und stellt Sicherheits-

Matthias Krieger
Senior Economist
+49 711 127-73036
Matthias.Krieger@LBBW.de

Sandro Pannagl
Senior Economist
+44 7874 6288 23
Sandro.Pannagl@LBBW.de

Nur geborgte Zeit
für Europa

Abschied von der
regelgebundenen
Weltordnung

Aggressives
Auftreten Trumps
verstört

versprechen in Frage. Das US-Commitment zu Taiwan scheint zwar Bestand zu haben, es ist aber vor allem durch den Kongress getragen und nicht durch Trump selbst. Dieser erzeugt stattdessen mit widersprüchlichen Aussagen und seiner transaktionalen Art für Verunsicherung.

Unterdessen wenden sich bisher auf Ausgleich bedachte Länder wie Vietnam, Malaysia oder Singapur, denen teils noch höhere Zölle drohen, verstärkt China zu, um den ökonomischen Schaden auszugleichen, aber auch um die Beziehungen zur Volksrepublik zu stabilisieren. Bereits jetzt ist China wichtigster Handelspartner für die meisten ASEAN-Staaten (Abb. 2). Die öffentliche Meinung war bereits vor Trumps zweiter Amtszeit oftmals US-kritisch. Die massive Kürzung der US-Entwicklungshilfe sowie die strikte Einwanderungspolitik werden die Soft Power der USA in der Region weiter schwächen.

Kein nachhaltiger Frieden im Nahen Osten

Im Nahen Osten kann immerhin Israel auf die USA zählen. Das Land genießt damit einen exklusiven Sonderstatus. Trump hat für Benjamin Netanjahu sogar ein Versprechen gebrochen: Die USA aus militärischen Konflikten in Übersee herauszuhalten. Bei allen militärischen Fähigkeiten der USA wirkt Trump dabei allerdings gar nicht wie der souveräne Weltenlenker, als den er sich inszeniert. Es scheint, als sei er von Israels Premier vor den Karren gespannt und laufe nun umso schneller, um den Anschein zu erwecken, er habe das alles so gewollt. Unabhängig von der Frage, wie nah die Mullahs an der Atombombe waren, werden die Folgen der US-Bombardierung der iranischen Atomanlagen trotz des aktuellen relativen Waffenstillstands wohl noch zu spüren sein – zumindest, solange es in Iran nicht zu einem Regimewechsel von innen kommt. Die Gefahr, dass die USA durch asymmetrische Operationen wie Terroranschläge in der Region immer wieder zu Militäraktionen gezwungen sein werden, hat jedenfalls zugenommen. Und wie weit Trump die Gefahr einer iranischen Atombombe gebannt hat, bleibt abzuwarten. Immerhin hat er demonstriert, dass die USA in besonderen Fällen noch zu militärischen Interventionen bereit sind, was deren Glaubwürdigkeit als auch handelnder Bündnispartner etwas stärkt. Was die Region angeht, haben sich die Kräfteverhältnisse massiv in Richtung Israel verschoben. Von einem dauerhaften Frieden ist der Nahe/Mittlere Osten aber weit entfernt. Die ungelösten und teils sogar zugespitzten Konflikte (was wird aus Gaza und den Palästinensern?) finden nun wohl wieder verstärkt auf der Mikroebene statt – etwa mit Mitteln des Terrorismus.

Rein wirtschaftlich führen Unruhen in der Region zu stärkeren Schwankungen bei den Preisen für Öl und LNG. Diese pendeln sich aber zu meist schnell wieder ein. So auch jetzt. Schwerwiegende weltwirtschaftliche Folgen hätte wohl nur eine Sperrung der Straße von Hormus. Rund 20 % der Welt-Öl- und LNG-Förderung werden durch die Meerenge transportiert. Dass Iran zu diesem Mittel greift, ist aber unwahrscheinlich. Militärisch wäre der geschwächte Staat dazu dauerhaft kaum in der Lage. Hinzu kommt, dass der Erzfeind USA bei Energie autark ist und von einem Preisanstieg sogar profitieren könnte, weil sich eine Ausweitung der Fracking-Aktivitäten dann rechnen würde. Die Kunden für das über den Persischen Golf transportierte Öl und LNG sitzen in Asien. Mit China und Indien sind zwei Freunde Irans (alle Mitglieder der BRICS+) Hauptabnehmer (Abb. 3). Kaum anzunehmen, dass Iran sich durch einen Stopp seiner Ölexporte selbst schaden würde, um zuvörderst Freunde zu treffen. Und auch die politische Entspannung mit Saudi-Arabien und anderen Golfanrainern wäre dann gefährdet. Noch mehr Feinde kann Iran nicht gebrauchen. Aktionen gegen den Schiffsverkehr sind eher weiterhin von den Huthi im Jemen zu befürchten – dort trifft es im Roten Meer nahe dem Suezkanal eher den Westen.

Abb. 2: Handelsvolumen der ASEAN-6-Staaten mit USA vs. China

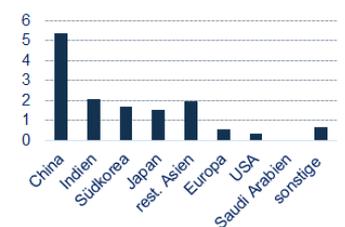
in Mrd. USD, 2024



Quelle: LSEG, LBBW Research

Abb. 3: Destinationen der Öltransporte durch die Straße von Hormus

in Mio. Fass pro Tag (Q1 2025)



Quelle: U.S. EIA, LBBW Research

Die Sperrung der Straße von Hormus ist unwahrscheinlich

Wirtschaftspolitik

Die Regierung Merz legt los

Im Vorfeld der vorgezogenen Bundestagswahl verwiesen seine Befürworter häufig und gerne auf die vermutete Wirtschaftskompetenz des Kanzlerkandidaten Friedrich Merz. Sie dürfte den Mangel an Regierungserfahrung ohne weiteres wettmachen. Nun ist aus dem Kandidaten Merz der Kanzler Merz geworden. Das Team des LBBW Research hat den [Koalitionsvertrag](#) von Union und SPD entsprechend einmal genauer unter die Lupe genommen und nach Wachstumseffekten abgeklopft.

Der erste Eindruck des Regierungsprogrammes ist durchaus positiv. Auf einer Skala von Null (ein identifizierter Wachstumsengpass wird nicht im Koalitionsvertrag erwähnt oder wird berührt aber mit wachstumsschädlichen Vorhaben) bis 4 (zentrale Leitplanke des Koalitionsvertrages mit plausiblen Details), erhält das Regierungsprogramm von den LBBW Analysten eine durchschnittliche Bewertung von 2,5. Das hört sich nicht nach dem großen wirtschaftspolitischen Wurf an. Und das ist es auch nicht. Trotzdem ist die Bewertung besser als zu erwarten gewesen wäre. Denn die Wahlprogramme der Koalitionsparteien waren, wenn überhaupt, noch schwächer (siehe Abb. 4). Mit anderen Worten: Es ist den Verhandlern gelungen, dass der Kompromiss besser ist als die Summe der Teile. Jedenfalls mit Blick auf die zu stimulierende Wachstumsdynamik. Alles in allem ist der Koalitionsvertrag deshalb besser als zu erwarten gewesen wäre, aber er ist nicht so gut wie im Stillen gehofft.

Die Abbildung zeigt, dass der Koalitionsvertrag insbesondere im Politikfeld „staatliches Handeln“ (also Steuer- und Regulierungspolitik sowie Stärkung von Arbeitsanreizen) die nach Lektüre der Wahlprogramme gebildeten Erwartungen übertraf. Ähnliches könnte man auch für Maßnahmen zur Überwindung des risikoaversen deutschen Mindsets sagen. Aber hier liegt die Overperformance vor allem an den sehr niedrigen Erwartungen. In diesem Zusammenhang waren die unnötigen Wahlgewinne wie Erhöhung der Pendlerpauschale, Ausweitung der Mütterrente und Wiedereinführung des verbilligten Agrardiesels symbolisch. Solche Maßnahmen fördern die Erwartung bei Bürgerinnen und Bürgern, dass der Staat für ihr wirtschaftliches Wohl zu sorgen habe. Es unterwandert Eigenverantwortung und flexible Anpassung an veränderte wirtschaftliche Verhältnisse.

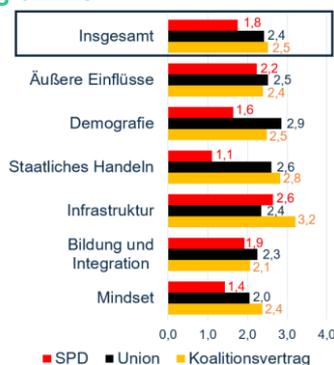
Positiv hingegen ist beispielsweise einzuordnen, dass es den Menschen finanziell schmackhafter gemacht wird, auch nach Eintritt in den Ruhestand weiterzuarbeiten. Das kann dazu beitragen, den Arbeitskräftemangel im Land etwas zu mildern. Ebenfalls hoffnungsfroh stimmen die maßvollen Entlastungen bei der Unternehmensbesteuerung im Rahmen des sogenannten Wachstums-Boosters. Die Kombination aus der Super-AfA (Abschreibung für Abnutzung) von 30 % und der geplanten Körperschaftssteuersenkung schafft attraktivere Rahmenbedingungen für Investitionen. Insbesondere bei kapitalintensiven Projekten dürfte sich ein spürbarer konjunktureller Impuls ergeben. Ob diese Maßnahmen wirklich zusätzliche Investitionen generieren kann statt nur kostspielige Mitnahmeeffekte, wird sich erst noch zeigen. Die sich aufhellende Stimmung bei den Unternehmen, wie sie sich etwa im ifo-Index widerspiegelt, gibt Anlass zu Optimismus.

Der wichtigste Satz im Koalitionsvertrag...

Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt und Leiter Research
+49 711 127-73462
Moritz.Kraemer@LBBW.de

Koalitionsvertrag: besser als gedacht, schlechter als gehofft

Abb. 4: Bewertung Koalitionsvertrag und Parteiprogramme



Quelle: LBBW Research (bestmöglicher Wert = 4)

Wachstumsbooster hilft Investitionen

...steht auf Seite 51: „Alle Maßnahmen des Koalitionsvertrages stehen unter Finanzierungsvorbehalt.“ Das heißt nichts anderes als dass sich die Koalition viel vorgenommen hat, wenn aber die Steuereinnahmen spärlicher als erhofft fließen, drohen diese Pläne allesamt zu Makulatur zu werden. Da die Haushaltslage schon heute angespannt ist, hat der Finanzierungsvorbehalt folgerichtig bereits zugeschlagen, nämlich beim Vorhaben der Stromsteuersenkung für alle. Es dürfte also einen immer schärfer werdenden Kampf um knappe Ressourcen geben.

In einem solchen Knappheitsszenario dürfte die demonstrativ zur Schau getragene Geschlossenheit der Koalitionspartner unter Druck geraten. Dann wird es auf den Kanzler ankommen, auszugleichen und Prioritäten zu setzen. Merz hat sich bislang aber eher als „Außenkanzler“ präsentiert und sich nicht erkennbar um wirtschafts- oder finanzpolitische Belange gekümmert. Sollte es erneut à la Ampel zu offenen Streitereien zwischen den Koalitionären kommen, dürfte das Vertrauen in einen Neustart auch bei der Unternehmensschaft Schaden nehmen. Freuen könnten sich über einen solchen Ausgang eigentlich nur die populistischen Ränder des politischen Spektrums.

Finanzpolitik mit Vollgas

Der Hauptgrund, weshalb das Koalitionsprogramm die Erwartungen unserer Analysten übertraf, lag in den aggressiveren Plänen, die immer maroder werdende Infrastruktur (siehe Abb. 3y) wiederherzustellen. Das ist durch die noch rasch vom alten Bundestag beschlossene Verfassungsänderung und die damit ermöglichte Einrichtung eines Sondervermögens von 500 Mrd. EUR realisierbar geworden. Das war wichtig und richtig, denn die Infrastruktur ist schleichend zu einem Wettbewerbsnachteil für Deutschland geworden.

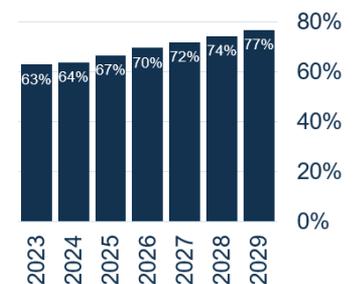
Allerdings wirft die im Juni veröffentlichte mittelfristige Finanzplanung der Regierung große Fragen auf. Es entsteht der Eindruck, als wolle die schwarz-rote Regierung mit aller Macht in möglichst kurzer Zeit möglichst große Summen bewegen. Und zwar nicht nur für Infrastruktur, sondern auch, ja vor allem, für Verteidigung. Bereits 2025 soll die Nettoneuverschuldung des Bundes inklusive Sondervermögen auf 143 Mrd. EUR ansteigen. Das wären mehr als 3 % des Sozialprodukts. Von nächstem Jahr an wird sich die Nettoschuldenaufnahme des Bundes dann planmäßig zwischen 3,5 % und 4 % des BIP einpendeln. Inklusive der zu erwartenden Defizite von Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungen dürfte der gesamtstaatliche Fehlbetrag noch höher ausfallen. Dass es der Regierung in der Praxis angesichts übermäßig bürokratischer Planungs-, Genehmigungs- und Ausschreibungsverfahren operativ schwerfallen dürfte, Investitionen und Rüstungsausgaben im geplanten Ausmaß tatsächlich auszuweiten, tröstet dabei nur wenig.

Falls die mittelfristige Finanzplanung tatsächlich in der avisierten Form zum Tragen käme, dürften die Schulden rascher ansteigen, als wir das bislang erwartet hatten (siehe Abb. 5). Insbesondere die schuldenfinanzierten Rüstungsausgaben generieren keinen zukünftigen Cash-Flow, der die Bedienung der Anleihen erlauben würde. Wir sehen zwar keiner ausufernden Verschuldung entgegen, aber der Trend ist dennoch beunruhigend. Die Finanzpolitik der schwarz-roten Koalition nach dem Motto „viel hilft viel“ scheint über das Ziel hinauszuschießen.

Alles hängt an den Einnahmen

Deutschland verfehlt die EU-Defizitregeln

Abb. 5: Staatsschulden
(in % des BIP)

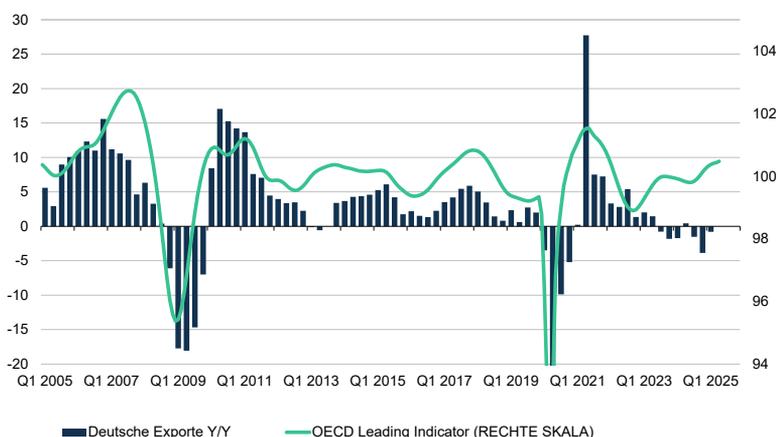


Quelle: Berechnungen des LBBW Research auf Basis von [BME](#) und [IWF](#). Annahme des jährlichen Defizits von Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungen von 1%.

Ende einer Talfahrt?

Zur Jahresmitte stellt sich in Deutschland ein lang vermisstes Gefühl ein: Zuversicht. Das lässt sich aus der Mehrzahl der Frühindikatoren sowie den bislang vorliegenden Daten zur Konjunktur schlussfolgern. Allerdings ist die Strukturkrise der deutschen Wirtschaft damit noch nicht abgesagt. Es ist auffällig, dass die deutsche Wirtschaft in den vergangenen Quartalen von der Erholung der Weltwirtschaft nicht oder nicht im üblichen Maße profitieren konnte. So hat der OECD Leading Indicator, den man als Proxy für die Weltkonjunktur verwenden kann, seit dem Ende der Coronapandemie deutlich zugelegt. Im Gegensatz dazu sind die deutschen Ausfuhren im Jahresvergleich aber nicht gestiegen, sondern sogar gesunken (siehe Abb. 6).

Abb. 6: OECD Leading Indicator und deutsche Exporte



Quelle: LSEG, LBBW Research

Zur Schwäche trugen vermutlich Sonderfaktoren bei wie der Angriff Russlands auf die Ukraine zu Anfang des Jahres 2022. Darüber hinaus haben weitere Faktoren am Standort Deutschland genagt. Da wäre der Fachkräftemangel, der mit der Fortdauer der Konjunkturschwäche mittlerweile naturgemäß an Dringlichkeit verloren hat. Ebenfalls zu nennen ist die Energiepolitik, die zu deutlich höheren Strompreisen für die Industrie geführt hat und den Standort Deutschland für ganze (energieintensive) Branchen unattraktiv erscheinen lässt. Ganz oben auf der Hitliste vieler Befragungen steht zudem die hohe Regulierungsdichte in Deutschland, welche den Unternehmen enormen Aufwand und exorbitante Bürokratiekosten aufbürdet.

Die neue Bundesregierung hat zumindest in letzterem Punkt Abhilfe zugesagt. Unter anderem will sie eine Reihe von Berichtspflichten und Vorschriften wie das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz streichen beziehungsweise auf das europarechtlich vorgegebene Maß zurückführen, indem die entsprechende EU-Richtlinie das deutsche Gesetz ersetzt. Hier ist aber das letzte Wort noch nicht gesprochen.

Messbar besser sieht es aber wenigstens in der gebeutelten Industrie aus. Die bislang vorliegenden Zahlen zu den monatlichen Neuaufträgen sowie zur Industrieproduktion deuten an, dass die schon fast jahrelange Talfahrt einen Boden gefunden hat. (siehe Abb. Abb. 7). Da zudem das ifo-Geschäftsklima seit Jahresbeginn sechsmal in Folge gestiegen ist,

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
+49 711 127-76371
Jens-Oliver.Niklasch@LBBW.de

Strukturkrise der deutschen Wirtschaft

Externe Faktoren

...

... und hausgemachte Probleme

Neue Bundesregierung plant Bürokratieabbau

spricht vieles dafür, dass es auch in den kommenden Monaten zumindest nicht weiter abwärts geht.

Abb. 7: Auftragseingang und Produktion der deutschen Industrie



Quelle: LSEG, LBBW Research

Über all dem hängt freilich das Damoklesschwert der Zollpolitik von US-Präsident Trump. Bei Redaktionsschluss lag noch keine Einigung über die künftigen Zölle für Importe der USA aus der EU vor. Zwar deutet sich an, dass die Anfang April verkündeten „reziproken“ Zölle – in Wirklichkeit Zollsätze auf einem fast schon prohibitiven Niveau – deutlich nachverhandelt werden. Wo aber die neuen Sätze liegen werden, ist ebenso ungewiss wie die Wirkung auf die Exporte Deutschlands in die USA. Das ifo-Institut hat verschiedene Szenarien durchgerechnet, die in Abhängigkeit von den wirksamen Zollsätzen einen Rückgang der Exporte in die USA um 39 % oder um 2,5 % der Gesamtexporte erwarten lassen. Angesichts dessen bleiben wir daher mit unserer BIP-Prognose für das Gesamtjahr 2025 zurückhaltend. Wir gehen von einem Stillstand im Vergleich zum Vorjahr aus.

Weiter in den Hintergrund getreten ist in den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 die Inflation. Im ersten Halbjahr lag die durchschnittliche Inflationsrate bei 2,2 %. Auf den vorgelagerten Stufen ist der Preisdruck weiterhin gering. Import-, Erzeuger- und Großhandelspreise weisen einen Anstieg zum Vorjahresmonat um 0 % auf. Die Inflationsrate dürfte sich im weiteren Jahresverlauf um die Marke von 2 % pendeln. Auf der Ebene des Euroraums, die für die Zinsentscheidungen der EZB entscheidend ist, sieht es ähnlich aus. Im Juni legte die Inflationsrate zwar von 1,9 % auf 2,0 % leicht zu. Aber EZB-Vertreter zeigten sich auf der Jahrestagung vergangene Woche in Sintra insgesamt in dieser Hinsicht entspannter als zuvor. Energiepreise sorgen derzeit für Entlastung. Selbst die Dienstleistungspreise, die zuletzt die Inflationsrate angetrieben hatten, haben etwas an Schwung verloren. Darüber hinaus kann die EZB darauf verweisen, dass der Lohndruck weiter nachlässt. Der Lohnindikator der EZB lag im ersten Quartal 2025 bei 2,5 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit dem vierten Quartal 2021. Mit dem Fortdauern der schwachen Konjunktur sinkt der Erhöhungsspielraum für die Tariflöhne. Die Schwäche des Arbeitsmarktes ist auch an der deutschen Arbeitslosenquote abzulesen. Sie lag im Juni 2025 bei 6,3 %. Ein Jahr zuvor waren es noch 5,9 %. Eine Trendwende ist nicht in Sicht. Der Index der Bundesagentur für Arbeit für die offenen Stellen liegt mit 100 auf dem niedrigsten Niveau seit Februar 2021.

Industrie nach langer Talfahrt etwas erholt

Risiko US-Zollpolitik

Stagnation im Gesamtjahr 2025

Inflation tritt als Sorge zurück

Lohndruck sinkt

Arbeitsmarkt schwächer

Umwelt und Energie

Investitionen brauchen Planbarkeit

In Deutschland gleicht die Umwelt- und Energiepolitik einem Cha-Cha-Cha. Ein bisschen vor. Dann zurück. Und zwischendurch auch mal seitwärts. Als könnte man sich nicht so ganz für das eine oder das andere entscheiden. Während das als Tanz schön anzusehen ist, gleicht es in der Politik einer Katastrophe. Um langfristige Investitionsentscheidungen zu treffen, brauchen Unternehmen Planungssicherheit und einen politisch zumindest halbwegs konsequenten Fahrplan. Nun suggeriert das Festhalten am Klimaneutralitätsziel 2045, dass sich zumindest die Fahrtrichtung nicht ändert, doch bei genauerem Hinsehen scheint das doch nicht ganz so sicher zu sein.

Die neue Bundesregierung schlägt einen neuen Kurs ein. Klima- und Wirtschaftspolitik gehen getrennte Wege in unterschiedlichen Ministerien. Da Klimaschutz aber insbesondere von der Wirtschaft abhängt – ein Großteil der CO₂-Emissionen entsteht nun einmal in den Unternehmen – sind alle Augen auf das Wirtschaftsministerium gerichtet. Die neue Ministerin, Katherina Reiche, will die Energiewende einem Realitätscheck unterziehen, stößt dabei aber bereits an die Grenzen der Realität.

Ausbau Erneuerbarer

Stark schwankende und immer häufiger negative Strompreise kratzen an der Wirtschaftlichkeit der Wind- und Solarparks. Um bis 2030 einen Anteil am Bruttostromverbrauch von 80 % zu erreichen, müssten wir das Ausbautempo der vergangenen zwei Jahre beibehalten (siehe Abb. 8) und beim Zubau von Speichern und dem Ausbau der Netze zulegen. Doch die neue Wirtschaftsministerin strebt einen anderen Weg an. Am „Tag der Industrie“ des Bundesverbandes der Deutschen Industrie nannte sie die Ausbauziele „völlig unrealistisch, völlig überzogen“, und forderte, der Zubau müsste „netzorientiert“ erfolgen. Sie schreckt zurück vor den – in der Tat – großen Herausforderungen. Doch Deutschland ist kein Solitär, die Regierung ist gebunden an die Ziele der EU. Damit dürfte es schwierig werden, weniger Erneuerbare zuzubauen.

Klima- und Transformationsfonds (KTF)

Der KTF bekommt 10 Mrd. EUR mehr pro Jahr. Das könnte man positiv bewerten, auch wenn es ein Zugeständnis der neuen Bundesregierung war, um das Sondervermögen durchzubekommen. Die Aufstockung ist nichts, was aus der Überzeugung der Koalition heraus entstanden ist. Immerhin aber gibt es mehr Geld für die Transformation der Wirtschaft, den Klimaschutz und zur Erhöhung der gesellschaftlichen Akzeptanz für die Energiewende. Doch seit Finanzminister Lars Klingbeil den Haushaltsplan vorgelegt hat, ist klar, dass die Regierung den KTF zweckentfremden will. Die Gasspeicherumlage, die bisher verursachergerecht auf den Gaspreis aufgeschlagen wurde, soll nun der KTF finanzieren. Damit subventioniert die neue Regierung fossile Brennstoffe und hält den Preis künstlich niedrig. Und das aus einem Budget, das der Transformation dienen soll. Wohl der bisher herbste Schlag gegen den Klimaschutz.

Wir brauchen Gaskraftwerke

20 GW neue Gaskraftwerke plante Reiche zunächst. In Brüssel stieß sie damit auf kein Verständnis. Bereits ihr Vorgänger, Robert Habeck,

Sabrina Kremer

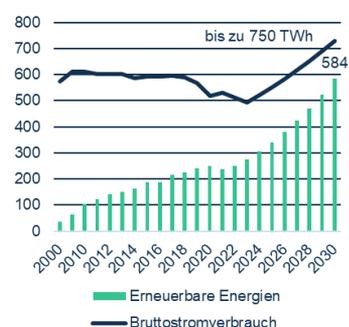
Senior Sustainability Analyst

+49 711 127-74551

Sabrina.Kremer@LBBW.de

Getrennte Wege für Klima- und Wirtschaftspolitik

Abb. 8: Deutschland: Bruttostromverbrauch und Ausbau Erneuerbare in TWh



Quelle: BDEW, LBBW Research,

Subventionen für Gas aus dem Fonds für Transformation

musste mehrere Jahre lang zähe Verhandlungen mit der EU-Kommission führen, um eine beihilferechtliche Genehmigung für seine Kraftwerksstrategie zu erhalten. Technologieoffen muss sie sein und zu den Klimaneutralitätszielen beitragen. Diese Realität spürt nun auch Reiche. Das Kohle-Aus (spätestens 2038) kommt mit großen Schritten näher, und wir brauchen Back-up Lösungen. Es muss also zeitnah mit dem Bau neuer Kraftwerke losgehen. Deshalb scheint Reiche nun doch auf die bereits genehmigte Kraftwerksstrategie zurückzugreifen. Derzufolge würde die Bundesnetzagentur erst einmal nur 5 GW ausschreiben, weitere 5 GW könnten folgen. Die Kraftwerke müssen sich perspektivisch mit Wasserstoff betreiben lassen. Das Gute an diesem Vorgehen: Der Batteriespeichermarkt entwickelt sich rasant weiter, sowohl was Effizienz als auch Kosten angeht. Am Ende könnte es für Deutschland also von Vorteil sein, nicht alles auf einen Schlag zu bauen, und sogar Steuergelder sparen. Ohne Back-up wird es aber auf keinen Fall funktionieren.

Wärmepumpen

Keine Bevormundung von Verbrauchern und Technologieoffenheit lautet das Credo der neuen Regierung. Denn die Novelle des Gebäudeeffizienzgesetzes (GEG), auch Heizungsgesetz genannt, löste 2023/2024 viel Unruhe aus. Sein Text ist unübersichtlich und sehr detailreich ausgestaltet. Nun soll es einfacher werden. Doch die Ankündigung, dass die schwarz-rote Koalition das Gesetz nun erneut anpacken will, führt zu weiterer Verunsicherung. Laut Bundesverband der Deutschen Heizungsindustrie verkauften die Installationsbetriebe im ersten Quartal 2025 über alle Heizungsarten hinweg 32 % weniger Heizungen als im Vorjahreszeitraum. Bereits 2024 brach infolge der GEG-Novelle der Absatz um 46 % im Vergleich zum Vorjahr ein. Wärmepumpen und Biomasseheizungen haben im Vergleich zum Vorjahreszeitraum aber zugelegt (siehe Abb. 9). Die heimische Nachfrage nach Heizungen bleibt schwach, obwohl 5,6 Mio. der installierten Systeme im Bestand veraltet sind. Es besteht also dringender Handlungsbedarf. Keine Zeit für Verunsicherung!

Der Vorschlag, den Verbrauchern die Entscheidung über die Heizungsart zu überlassen, hört sich erst einmal gut an. Doch vielfach fehlt den Konsumenten das notwendige Wissen über Vorgaben zum CO₂-Wert. Eine Heizung kauft man nicht alle Tage. Notwendig wäre die Aufklärung über steigende CO₂-Kosten und anhaltend hohe Gaspreise. In Summe bleibt es dabei: CO₂-arm lässt sich derzeit nur mit Wärmepumpen heizen. Fern- oder Nahwärmenetze sind, unter bestimmten Voraussetzungen, auch CO₂-arm, dafür liegt die Verantwortung aber beim Wärmenetzbetreiber. Alles andere ist Augenwischerei.

Gänzlich außer Acht blieb in der Diskussion bisher, dass spätestens 2026 – also schon im kommenden Jahr! – eine nationale Umsetzung der europäischen Gebäudeeffizienzrichtlinie (EU-EPBD) vorliegen muss. Sie enthält noch strengere Vorgaben für das Aus fossil betriebener Heizungsanlagen. Es bleibt also spannend.

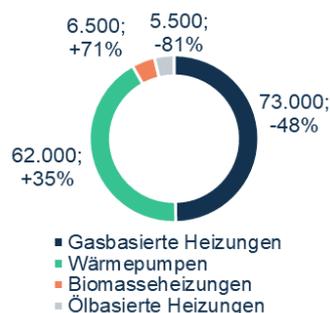
Fazit

Notwendig wäre eine Strategie, die Wirtschaftlichkeit und Klimaschutz vereint, doch stattdessen schreckt das neue Wirtschafts- und Energieministerium vor den Herausforderungen der Transformation zurück und setzt eher auf den Status-quo oder gar eine Rückkehr zu alten Lösungen. Änderungen und Kurskorrekturen sind in jedem Fall notwendig, auch Back-up-Kraftwerke werden in Zukunft notwendig sein. Klar ist auch: Unsere Energiekosten sind so hoch, unter anderem, weil wir abhängig sind von Gas. 2024 hat Deutschland rund 76 Mrd. EUR für fossile Energieimporte ausgegeben – davon fast 19 Mrd. EUR für Erdgas. Diese Abhängigkeit erneut auszubauen, ist nicht die Lösung. Ebenso wenig die Förderung von Gas-Technologie. Das ist dann sogar die Rückkehr in die „gute“ alte Zeit, zu der es kein Zurück mehr geben darf.

Brüsseler Realität trifft auf Berliner Wunschdenken

Abb. 9: Absatz Wärmeerzeuger 1. Quartal 2025 nach Technologie

Absolut und Veränderung zum Vorjahreszeitraum in %



Quelle: Bundesverband der Deutschen Heizungsindustrie, LBBW Research

Mehr Verunsicherung schadet der Wirtschaft

06 | Zinsen

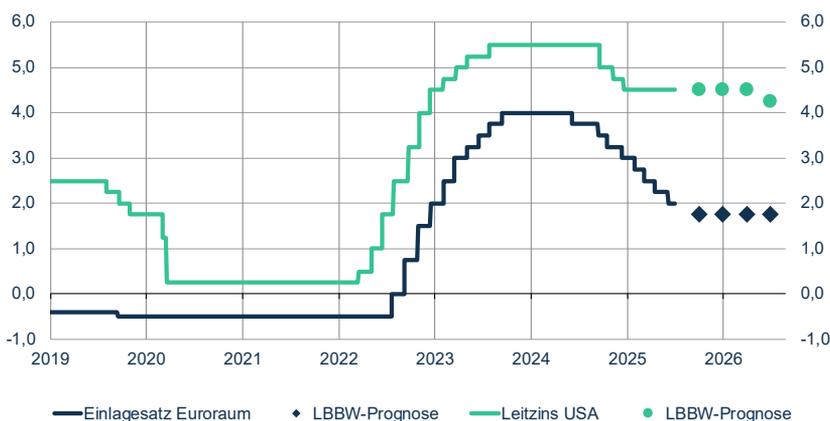
Fokus auf Trump und das Angebot

Die Geldpolitik der großen Notenbanken beiderseits des Atlantiks ist im ersten Halbjahr 2025 – wie von uns prognostiziert – auseinandergedriftet. Während die Federal Reserve ihren Zinssenkungskurs vorläufig ausgesetzt hat, haben die Währungshüter im Euroraum auf jeder ihrer bisherigen vier Sitzungen eine Senkung um jeweils 25 Basispunkte beschlossen. Der Leitzinsabstand zwischen den USA und dem Euroraum hat sich in der Folge um einen vollen Prozentpunkt auf 2,5 %-Punkte vergrößert – der höchste Wert seit Anfang 2023.

Fed-Kurs hängt stark an der US-Inflation

Wir erwarten, dass sich der transatlantische Zinsgraben (Abb. 10) im zweiten Halbjahr noch ein Stück weiter öffnet. Allerdings dürfte dieser Trend seinen Zenit annähernd erreicht haben. Wir sehen gute Gründe, dass die US-Notenbank bei ihrer abwartenden geldpolitischen Haltung bleibt. Zwar neigt die Fed perspektivisch zu einer Wiederaufnahme des Anfang 2025 ausgesetzten Lockerungskurses, denn die US-Geldpolitik wirkt nach allgemeiner Auffassung noch immer restriktiv. Sie bremst mithin die US-Konjunktur, die seit Trumps Amtsantritt bereits merklich ins Schlingern geraten ist. Zugleich droht die Zollpolitik des US-Präsidenten aber die US-Inflation im zweiten Halbjahr kräftig nach oben zu treiben. Die Fed wird daher nach unserer Prognose bis zum Jahresende auf Leitzinsänderungen verzichten, wiewohl der US-Präsident weiter bestrebt sein dürfte, die Notenbanker zu einer Lockerung ihrer Geldpolitik zu nötigen. Bleibt die Teuerung indes aus, dürfte sich die Tür zu Zinssenkungen frühzeitiger öffnen.

Abb. 10: Leitzinsen und Prognosen



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EZB kurz vor finalem Zinssenkungsschritt

Europas Notenbanker haben derzeit insofern einen leichteren Job, als die kurzfristige Unsicherheit über die Inflationsentwicklung im Euroraum geringer ist als in den USA. Zudem müssen sich EZB-Chefin Lagarde und ihre Kollegen keines unmittelbaren politischen Drucks erwehren. Die EZB ist mit ihrem Bestreben, die Inflation in den Zielbereich zurückzudrängen, bereits weit fortgeschritten. Die Konjunktur im Euroraum hat sich zuletzt besser entwickelt als erwartet, ist aber weiterhin erheblichen

Elmar Völker
Senior Fixed Income Analyst
+49 711 127-76369
Elmar.Voelker@LBBW.de

Zinsschere USA/Euroraum weitet sich

Fed hält wegen Inflation die Füße still

EZB hat den leichteren Job

Abwärtsrisiken ausgesetzt. Letzteres spricht zwar dagegen, die Hände bereits in den Schoß zu legen. Allerdings scheint der geldpolitische Handlungsdruck nicht mehr allzu groß. In der Summe rechnen wir nach der Sommerpause mit einem vorerst letzten Zinssenkungsschritt der EZB, der den Einlagesatz auf einem Niveau von 1,75 % aufsetzen lässt. Anschließend dürften die Euro-Währungshüter wohl auf absehbare Zeit geradeaus fahren.

Langfristzinsen: Aufwärtsrisiken dominieren weiterhin

Kürzer laufende Staatsanleihen beiderseits des Atlantiks versprechen im zweiten Halbjahr angesichts des geldpolitischen Ausblicks eine relativ stabile Wertentwicklung. Die Kurse länger laufender Anleihen (Abb. 11) könnten angesichts der vielfältigen politischen und wirtschaftlichen Risiken erneut erheblichen Schwankungen ausgesetzt sein. Während der Trump-Faktor Bundesanleihen tendenziell zugutekommt, birgt er für US-Staatstitel das Risiko einer weitergehenden Erosion des Status als sicherer Anlagehafen. Letzteres fiele umso mehr ins Gewicht, falls der US-Präsident seine Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank nicht zügelt. Für eine ansteigende Tendenz bei den US-Treasury-Renditen spricht überdies, dass die Finanzmarktteilnehmer, entgegen unserer Prognose, mit mindestens zwei Zinssenkungsschritten der Fed bis Jahresende 2025 rechnen.

Abb. 11: Staatsanleiherenditen und Prognosen



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Diesseits des Atlantiks könnten Bundesanleihen zwar von einer anhaltend hohen (handels-)politischen Unsicherheit profitieren. Wir sehen mittelfristig gleichwohl aus mehreren Gründen eine Dominanz der Kursabwärtsrisiken. Zum Ersten kommt die EZB bald an das Ende ihrer Zinssenkungsphase. Zahlreiche Anleger werden sich dann verstärkt der Frage widmen, ab wann ein Umschwenken zu Zinsanhebungen zu erwarten steht. Zum Zweiten hellen sich die konjunkturellen Perspektiven vor allem für Deutschland sukzessive auf, sofern es gelingt, eine Eskalation des Handelskonflikts mit den USA zu vermeiden. Mittelfristige Aufwärtsrisiken für die Inflation dürften im Zuge der konjunkturellen Verbesserung – anders als in den vergangenen Monaten – wieder mehr in den Fokus rücken. Zum Dritten sehen sich die Anleger angesichts der schuldenfinanzierten Ausgabenprogramme der Bundesregierung einem starken Anstieg des Angebots an neuen Staatsanleihen gegenüber. Das dürfte dazu führen, dass die eingeforderten Laufzeitprämien für langlaufende Bundesanleihen ansteigen.

EZB-Einlagesatz erreicht Boden bei 1,75 %

Trump-Faktor belastet US-Staatsanleihen

Bundesanleihen: Achtung, Angebotsanstieg!

Vertrauen in den US-Dollar schwindet

Nach der US-Präsidentenwahl 2024 hat sich die bereits eingelebte Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zunächst fortgesetzt. Die Marktteilnehmer spekulierten darauf, dass die von Trump in Aussicht gestellte Steuersenkung einer ohnehin gut laufenden US-Wirtschaft weiteren Schub verleihen würde. Das kam dem Greenback zunächst zugute. Doch seither hat sich die Stimmung gedreht. Gleich zu Beginn seiner Präsidentschaft brach Trump einen Zollkrieg vom Zaun. Dabei änderte der US-Präsident mehrmals abrupt seinen Kurs. Dem Lehrbuch nach führen Zollerhöhungen normalerweise zu einer Aufwertung der heimischen Währung. Seit Beginn dieses Jahres nahm unter Marktteilnehmern jedoch die Befürchtung zu, dass die angekündigten US-Zollerhöhungen nicht zuletzt die US-Wirtschaft selbst treffen würden. Das gilt insbesondere angesichts des erraticen Agierens des Präsidenten. Zudem untergrub Trump mit Beleidigungen des Fed-Vorsitzenden die Unabhängigkeit der Notenbank. Die Renditen von US-Staatsanleihen zogen daraufhin an und damit auch deren Renditevorteil gegenüber Bundesanleihen. Davon konnte der US-Dollar jedoch nicht profitieren. Im Gegenteil: Die US-Währung reagierte mit Verlusten (siehe Abb. 12).

Abb. 12: Euro in US-Dollar und „Transatlantik-Spread“



Quelle: LSEG, LBBW Research

Trotz des Drucks aus dem Weißen Haus wird die Fed ihr Zielband für den Tagesgeldsatz nach unserer Prognose bis mindestens Ende 2025 unverändert lassen. Die EZB hingegen dürfte ihren Leitzins noch einmal um einen Viertelprozentpunkt senken. Infolgedessen sollte sich der US-Renditevorteil im kurzfristigen Laufzeitenbereich moderat ausweiten. Das wiederum sollte eine Abwertung des Euro zur Folge haben, und zwar auf 1,10 USD bis zum Jahresende 2025. Die Aufwertung des US-Dollar dürfte damit jedoch etwas hinter dem zurückbleiben, was nach der Entwicklung des sogenannten Transatlantik-Spreads an und für sich angemessen wäre.

Pfund Sterling: Auf den König kommt es an!

Die USA und Großbritannien haben sich am 8. Mai auf einen Handelsvertrag geeinigt. Er ermöglicht dem Vereinigten Königreich zwar eine zollfreie Ausfuhr von Stahl und Flugzeugtriebwerken in die Vereinigten

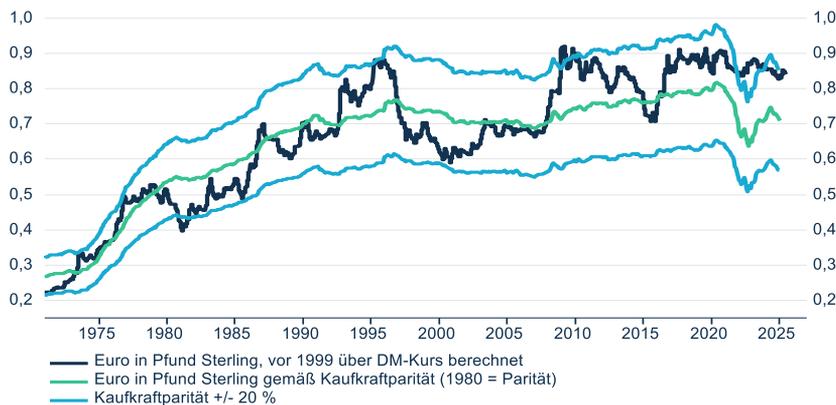
Dirk Chlench
Senior Economist
+49 711 127-76136
Dirk.Chlench@LBBW.de

US-Dollar wertet nach Anhebung der Zölle ab

Fed pausiert bis Ende 2025

Staaten. Davon abgesehen bleibt es jedoch mehr oder weniger bei dem am „Liberation Day“ verkündeten US-Einfuhrzoll in Höhe von 10 % auf Warenimporte aus Großbritannien. Gleichwohl kommt das Königreich damit im Zollkonflikt bislang deutlich besser weg als die EU. Der Staatenbund kann nun einmal nicht mit einer Einladung eines Königs punkten. Die britische Wirtschaftsleistung sollte dieses Jahr mit einer Rate von gut 1 % zulegen und damit etwas stärker als die des Euroraumes. Neben dem Wachstumsvorsprung Großbritanniens spricht die Bewertung für eine Abwertung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Nach unserer Berechnung der Kaufkraftparität (KKP) ist der Euro gegenüber dem Pfund deutlich überbewertet (siehe Abb. 13).

Abb. 13: Euro in Pfund Sterling und fairer Kurs gemäß KKP



Quelle: LSEG, LBBW Research

Dem steht entgegen, dass die Bank of England angesichts abnehmender Inflationsgefahren ihren Leitzins von derzeit 4,25 % im weiteren Jahresverlauf zweimal um jeweils einen Viertelprozentpunkt senken dürfte. Der Renditevorsprung von kurz laufenden Emissionen des britischen Schatzamtes gegenüber ihren Counterparts aus Deutschland dürfte in Folge etwas abnehmen. Ein weiteres Argument gegen die britische Währung ist unsere pessimistische Aktienmarktprognose. In der Vergangenheit hat das Pfund gegenüber dem Euro in der Regel verloren, wenn die Entwicklung an den Aktienmärkten talwärts ging. Zusammenfassend erwarten wir eine leichte Abwertung des Euro, und zwar auf 0,81 Pfund Sterling bis zum Jahresende 2025.

Abwertung des Franken prognostiziert

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihren Leitzins auf 0,0 % gesenkt, auch eine Rückkehr zu Negativzinsen schließt sie nicht aus. Der Zinsnachteil des Franken gegenüber dem Euro dürfte vorerst bestehen bleiben. Das spricht für einen schwächeren Franken, zumal die Schweizer Währung derzeit ohnehin auf einem historisch starken Niveau gegenüber dem Euro notiert. Wir rechnen mit einer Abwertung des Franken gegenüber dem Euro bis Jahresende 2025. Die Parität dürfte der Euro nicht erreichen, da die immer wieder aufflammende Risikoaversion an den Finanzmärkten das Abwertungspotenzial des Franken begrenzt.

Erwartbare Zinserhöhung sollte Yen stützen

Der Yen neigte in den zurückliegenden Wochen eher zur Schwäche. Die Bank of Japan (BoJ) lässt sich mit einer weiteren Zinserhöhung Zeit. Zudem bremsen die Sorgen, in welcher Höhe US-Zölle auf japanische Exporte in die USA zukommen, die Konjunktur in Japan. Wir gehen gleichwohl davon aus, dass die BoJ ihren Leitzins noch einmal anheben und die japanische Regierung mit dem US-Präsidenten einen „Deal“ machen wird, mit dem auch Japans Exportwirtschaft einigermaßen leben kann. Dem Yen sollte das Unterstützung verleihen. Der Euro wird nach unserer Prognose am Jahresende bei etwa 165 Yen notieren.

Großbritannien dürfte 2025 stärker wachsen als der Euroraum

Pfund wertet bei Schwäche des Aktienmarktes ab

Zinsnachteil des Franken bleibt bestehen

BoJ-Erhöhung sollte Yen stützen

08 | Aktien

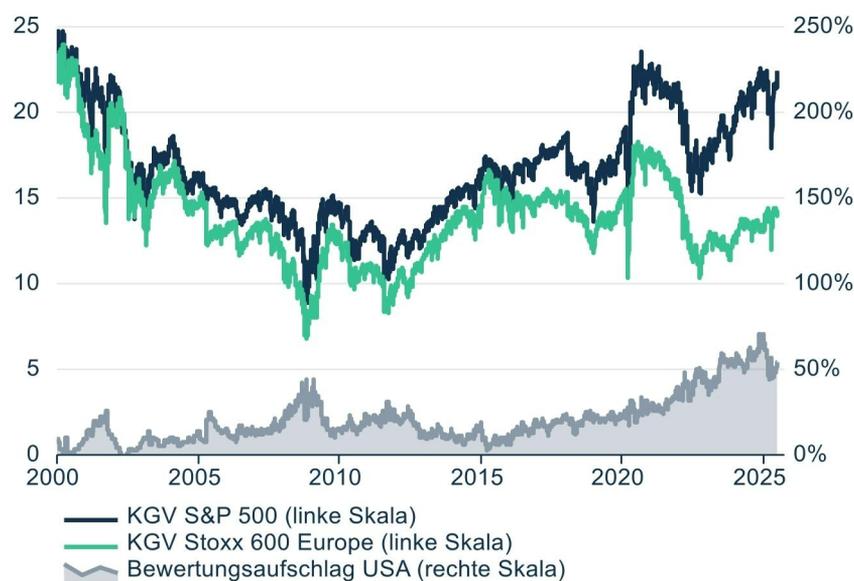
Viele Vorschusslorbeeren

Schneller als von uns erwartet drehte der Wind an den Weltbörsen zugunsten Europas. Als klar wurde, dass Trump mit vielen seiner Wahlversprechen Ernst machen würde, wechselten die globalen Kapitalströme die Richtung und wandten sich von den USA ab. Der DAX verzeichnete so das beste erste Halbjahr seit der Finanzkrise, während US-Aktien in Euro gerechnet den Anlegern ein Minus bescherten. Der wesentlich auf die KI-Phantasie gestützten Hausse in den USA fehlte die Breite, als die Zugpferde zu erlahmen begannen.

Die beste Zeit für Aktien ist vorbei

Heimischen Aktien kam die Stabilisierung der Konjunktur, unterstützt durch eine weitere Lockerung der Geldpolitik, zugute. Nach vorne gerichtet ist aber mit der nun einsetzenden Frühphase des Aufschwungs die beste Zeit für Aktien vorbei. Typischerweise haben die Börsen diesen Aufschwung – wie auch seit Mitte 2024 – schon mit steigenden Kursen vorweggenommen. Da die Unternehmensgewinne noch stagnieren, steigt parallel die Bewertung an (Abb. 14). Kommt dann der Aufschwung, ziehen die Gewinne zwar nach, aber die Bewertung bildet sich wieder zurück. Erst wenn der Aufschwung in eine Phase stabilen Wachstums mündet, steigen auch die Aktienkurse parallel zu den Erträgen weiter.

Abb. 14: Bewertungsvergleich USA und Europa



Quelle: LSEG, LBBW Research

Ihre Hausse haben die Aktien nicht zuletzt Zuflüssen aus Übersee zu verdanken. Im Euroraum wird die Liquidität hingegen knapper. Die Zinssenkungen der EZB haben sicher noch nicht ihre volle Wirkung entfaltet, aber der nächste Schritt nach unten dürfte in diesem Zyklus dann auch der letzte sein. Der stark steigende Kapitalbedarf der Staaten, allen voran die Bundesrepublik, verknappt das Kapital und treibt die Renditen nach oben. Öffentlicher und privater Sektor konkurrieren also um das begrenzte Anlagekapital, wodurch die Anleiherenditen steigen dürften.

Dr. Berndt Fernow
Senior Strategist
+49 711 127-48385
Berndt.Fernow@LBBW.de

Bestes 1. Halbjahr seit 2007

Börsen steigen zum Ende der Rezession

Bewertung preist Aufschwung ein

Nun wird die Liquidität knapper

Schon jetzt ist die von uns berechnete Ex-ante-Risikoprämie von Aktien gegenüber Renten historisch gesehen weit unterdurchschnittlich. Das ruft nach einer Korrektur.

Die Korrektur sucht einen Auslöser

Dieser Zusammenhang ist bei Weitem nicht das einzige Argument für eine Konsolidierung am Aktienmarkt während der Sommermonate. Sie entspräche durchaus dem saisonalen Muster und war auch in guten Aktienjahren häufig zu beobachten. An Auslösern mangelt es nicht, denn nach Beruhigung des Nahostkonfliktes dürfte schnell wieder die Trumpsche Zollpolitik in den Fokus rücken. Die EU ist ohnehin das Feindbild des Präsidenten, der mit Europa lieber nach dem Prinzip „teile und herrsche“ umgehen würde. Am Ende der Verhandlungen werden die Bedingungen schlechter sein als vor dem Wechsel im Weißen Haus und die Rahmenbedingungen insgesamt unsicherer. Die EU kann das nicht kompensieren, denn in der Gemeinschaft läuft längst nicht alles rund. In der Berliner Koalition zeigen sich bereits die ersten Risse, und in Frankreich droht der Sturz der Regierung im Streit um eine Rückabwicklung der Rentenreform. Auch andere wichtige EU-Länder sind latent instabil, sodass starke Ideen zwischen die Mühlsteine nationaler Interessen geraten. Die US-Unternehmen sitzen am längeren Hebel, wie die Konflikte um die globale Mindestbesteuerung oder Digitalsteuern gezeigt haben.

US-Aktien haben den Zenit erreicht

Aus der Sicht weltweit anlegender Investoren spricht der neue Politikstil aber besonders gegen Engagements am US-Aktienmarkt. Kurzfristig wirken die Unsicherheit des wirtschaftspolitischen Rahmens, die Zerstörung von Rechtssicherheit und die Tendenz zu Mikromanagement mit Willkürentscheidungen durch den Präsidenten. Längerfristig kommen die restriktive Einwanderungspolitik und der Kampf gegen die Universitäten hinzu. Beide beschneiden das Potenzialwachstum und die Innovationskraft der US-Wirtschaft. Der Anteil der USA an der Welt-Börsenkaptalisierung dürfte daher seinen Zenit erreicht haben (Abb. 15). US-amerikanische Aktien würden wir konsequenterweise untergewichten.

Selektiv Chancen in Europa und den Schwellenländern

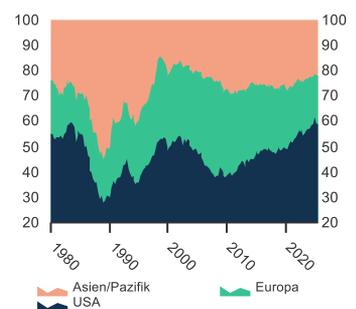
In Europa sehen wir in dieser Gemengelage mehr Chancen, insbesondere abseits des Mainstreams. Werte der zweiten Reihe sind stärker auf dem heimischen Kontinent engagiert und haben Aufholpotenzial. Aktien aus defensiven Branchen wie Gesundheit, Versorger und Telekom sind keineswegs überbewertet. Investitionsgüter und Bauwirtschaft profitieren von den Investitionsprogrammen, und Bankaktien verlassen ihr tiefes Tal der Tränen.

Strategisch gesehen bieten die Schwellenbörsen außerhalb Chinas Opportunities, denn in der Neuordnung der Welt wird der globale Süden von vielen Seiten umworben und dürfte entsprechend von Kapitalzuflüssen profitieren. Lediglich Chinas Aktienmarkt sehen wir skeptisch. Die staatliche Kreditpolitik hat immense Überkapazitäten geschaffen mit der Folge ruinöser Preiskämpfe und deflationärer Tendenzen. Hinzu kommen mangelnde Transparenz und das latente Risiko hoher Verluste für ausländische Investoren infolge politischer Entscheidungen.

US-Handelspolitik belastet

Europa tut sich schwer

Abb. 15: Welt-Börsenwert nach Regionen in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

Abseits vom Mainstream investieren

Wohnraum bleibt knapp

Seit mehr als zwei Jahren herrscht Auftragsflaute am Bau (siehe Abb. 18). Die schwarz-rote Bundesregierung hat sich auf die Fahnen geschrieben, dem Wohnungsbau nun wieder Beine zu machen. Und tatsächlich hat das Kabinett bereits den sogenannten „Bau-Turbo“ beschlossen. Er sieht vor allem Erleichterungen für den Wohnungsneubau analog zu den Bauten für Geflüchtete vor und erleichtert zudem Aufstockungen von Gebäuden sowie Bauen in der zweiten Reihe. Auch Lärmkonflikte sollen von den Verwaltungen großzügiger gehandhabt werden können. Eine Schlüsselrolle kommt bei der Umsetzung des Bauturbos den Gemeinden zu, denn es liegt an ihnen, ob sie die eingeräumten Möglichkeiten nutzen. Auch die Bundesländer spielen nach wie vor eine wichtige Rolle beim Ziel, Bauen einfacher und kostengünstiger zu machen – etwa, wenn es darum geht, ob Bauwerke dem „Stand der Technik“ entsprechen müssen oder nicht. Einige Länder haben in dieser Hinsicht schon die Ansprüche heruntergeschraubt, damit nicht jeder Neubau ein Premiumobjekt werden muss. Andere Länder sind derzeit dabei.

Zudem ist im Haushaltsentwurf der Bundesregierung vorgesehen, dass der Etat des Bauministeriums von 6,7 Mrd. Euro im vergangenen Jahr auf 7,4 Mrd. Euro 2025 steigen soll. Auch die Förderprogramme will die Regierung neu aufsetzen. Die Planungen sind an dieser Stelle aber noch weniger weit fortgeschritten als beim Bau-Turbo.

Wir sehen in den geplanten Maßnahmen einen nennenswerten Fortschritt. Es ist nach unserem Dafürhalten richtig, dass die Politik an vielen Stellschrauben dreht, um einen kostengünstigeren und schnelleren Wohnungsneubau zu ermöglichen. Auch das Tempo, das die Bundesregierung bislang an den Tag legt, macht Mut. Denn klar ist, dass es seine Zeit dauern wird, bis alle Pläne umgesetzt sind. Auch der Bau-Turbo wird wohl nicht mehr vor der Sommerpause des Bundestags als Gesetz in Kraft treten können.

Wohnimmobilienpreise steigen, aber nur langsam

Seit dem zweiten Quartal 2024 weist der Häuserpreisindex des Statistischen Bundesamts (Destatis) einen leichten Anstieg aus (siehe Abb. 16). In den zwei Jahren davor war vor allem bei Bestandsobjekten ein deutlicher Preisrückgang zu verzeichnen. Der Wohnungsmarkt profitiert davon, dass sich die Entwicklung der Hypothekenzinsen beruhigt hat und die Wohnraumknappheit wohl auf absehbare Zeit groß sein wird. Die Mieten dürften daher auch künftig steigen.

Inzwischen scheinen sich die Marktteilnehmer mehr und mehr mit dem neuen Zinsniveau arrangiert zu haben. Die Nachfrage privater Haushalte nach Hypothekenkrediten hat sich 2025 deutlich belebt (siehe Abb. 19). Die Daten unterstreichen unsere Einschätzung, dass sich der Markt auf breiter Basis wieder etwas erholt.

Mit Blick auf die weitere Preisentwicklung dürften die Steigerungsraten auf absehbare Zeit nicht an die Dynamik des vergangenen Jahrzehnts anknüpfen können. Das liegt vor allem am höheren Zinsniveau. Die Langfristzinsen sind zwar nicht mehr ganz so hoch wie vor zwei Jahren, aber doch deutlich höher als über weite Strecken der 2010er-Jahre (siehe Abb. 17).

Martin Güth
Senior Economist
+49 711 127-79603
Martin.Gueth@LBBW.de

Politik will den Turbo zünden

Abb. 18: Auftragseingang im Wohnungsbau wartet auf den Aufschwung



Quelle: LSEG, LBBW Research

Abb. 19: Neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte, in Mrd. Euro

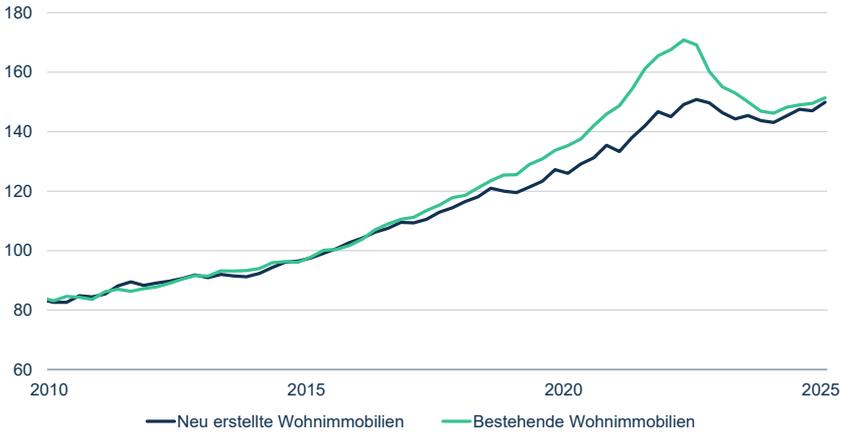


Quelle: LSEG, LBBW Research

Privathaushalte wieder reger

Abb. 16: Häuserpreisindizes steigen langsam wieder an

Indizes, 2015 = 100



Quelle: Destatis, LBBW Research.

Die Erschwinglichkeit von Immobilien hat durch den Zinsanstieg deutlich gelitten. Die langfristigen Hypothekenzinsen werden sich unserer Erwartung zufolge in den kommenden Monaten und Jahren nicht stark verändern, aber in der Tendenz doch leicht aufwärts entwickeln. Insofern halten wir es für angeraten, beim Immobilienerwerb den Zins langfristig festzuschreiben. Starke Impulse für die Preisentwicklung von Immobilien erwarten wir nach aktuellem Stand von der weiteren Zinsentwicklung nicht.

Abb. 17: Effektive Zinssätze für Wohnungsbaukredite

in %, Monatsdaten bis einschließlich April 2025



Quelle: LSEG, Deutsche Bundesbank, LBBW Research.

Büromarkt bleibt herausfordernd

In deutlich schwierigerem Fahrwasser befindet sich nach wie vor der Markt für Büroimmobilien. Neben der schwachen Konjunktur lässt sich immer noch das Arbeiten von Daheim die Büroerstände ansteigen. Unternehmensumfragen des ifo-Instituts deuten darauf hin, dass letzterer Belastungsfaktor noch nicht so bald verschwinden wird. Die Umsätze am Büroinvestmentmarkt sind im historischen Vergleich sehr niedrig. Unter Verkaufsdruck stehen derzeit offene Immobilienfonds, die mit Mittelabflüssen zu kämpfen haben. Dabei gibt es allerdings zwischen den Fonds durchaus große Unterschiede. Daneben dürften auslaufende Finanzierungen noch für einige Zeit Marktteilnehmer vor Herausforderungen stellen und sie im Einzelfall zu Verkäufen nötigen. Das betrifft vor allem schlechtere Objekte in unattraktiven Lagen. Das Premiumsegment stößt dagegen weiterhin auf eine gute Mieternachfrage.

Keine Impulse
von der
Zinsentwicklung
zu erwarten

Leerstände
steigen

Ölpreise mit hoher Volatilität

Der Konflikt zwischen Israel und Iran löste im Juni heftige Ausschläge bei den Ölpreisen aus. Brent kletterte innerhalb weniger Tage um mehr als 10 USD auf den höchsten Stand seit Mitte Januar. Wie immer, wenn bei politischen Eskalationen Iran involviert ist, machten Sorgen um die Ölversorgung wegen einer möglichen Sperrung der Straße von Hormus die Runde. Mit dem Ende der Kampfhandlungen fiel der Preis aber ebenso schnell wieder zurück (Abb. 20).

Abb. 20: Spannungen in Nahost lösen vorübergehend Öl-Hausse aus



Quelle: LSEG, LBBW Research

Hoher Angebotsüberschuss am Ölmarkt

Die Ölnachfrage dürfte in diesem Jahr angesichts des relativ schwachen Weltwirtschaftswachstums nur um 0,5 mbpd zulegen. Das Angebot wird aber mit 1,4 mbpd voraussichtlich deutlich stärker steigen. Das liegt unter anderem an der OPEC+, die angekündigt hat, von April bis Juli 2025 ihre Förderquoten um insgesamt 1,37 mbpd anzuheben. Zu einem großen Teil werden die Quoten damit an die bereits seit längerem höhere Produktion angepasst. So förderte die OPEC+ im Mai knapp 1,2 mbpd mehr als vereinbart. Das Ölkartell hat bereits avisiert, die Förderbremsen in den nächsten Monaten noch weiter zu lockern – was angesichts des niedrigen Preisniveaus und des hohen Angebotsüberschusses am Ölmarkt durchaus überrascht. Trotz der Devise „drill, Baby, drill“, die der US-Präsident kürzlich erneut ausgegeben hat, dürfte der US-Output in diesem Jahr bei etwa 13,4 mbpd stagnieren. Nach der jüngsten Umfrage der Dallas Fed benötigen US-Fracker einen durchschnittlichen WTI-Preis von 65 USD, um mit neuen Bohrungen zu starten.

Ausblick: Angebotsüberschuss deckelt Ölpreise

Die globale Ölnachfrage dürfte im Jahresdurchschnitt 2025 den neuen Rekordwert von 103,4 mbpd erreichen. Das Ölangebot wird voraussichtlich mit 104,4 mbpd ebenfalls auf ein Allzeithoch steigen. Unter dem

Dr. Frank Schallenger
Head of Commodity Research
+49 711 127-77436
Frank.Schallenger@LBBW.de

Brent kletterte im Juni fast bis auf 80 USD

„Drill, Baby, drill“ fällt bei WTI-Preisen unter 65 USD aus

Strich zeichnet sich damit für den Ölmarkt im laufenden Jahr ein relativ hoher Angebotsüberschuss von durchschnittlich 1 mbpd ab. Für den Terminmarkt bedeutet das, dass die aktuell relativ flachen Terminkurven bei Brent und WTI im zweiten Halbjahr vermutlich in ein Contango übergehen werden. Wir gehen davon aus, dass die Ölpreise auch im zweiten Halbjahr 2025 schwächer tendieren werden. Unsere Prognose liegt bei 60 USD für das Barrel Brent zum Jahresende 2025; WTI dürfte auf 57 USD zurückfallen.

Gold mit neuem Allzeithoch

Der Goldpreis hat im April 2025 mit 3.500 USD einen neuen Rekord aufgestellt. Die Feinunze war mit gut 2.600 USD ins Jahr gestartet – insofern konnten alle Gold-Investoren im ersten Halbjahr bereits eine beachtliche Performance verbuchen, auch wenn der Preis zuletzt wieder etwas nachgegeben hat (Abb. 21).

Abb. 21: Gold erreicht Allzeithoch im April



Quelle: LSEG, LBBW Research

Ausblick: Der sichere Hafen ist ausgereizt

Der Goldpreis hat selbst auf dem Höhepunkt des Konflikts zwischen Israel und Iran den Höchststand, der im April erreicht wurde, nicht mehr übertroffen. Das könnte ein Indiz dafür sein, dass die Rolle von Gold als sicherer Hafen mittlerweile weitgehend ausgereizt ist. Zudem spricht eine Reihe von Faktoren dafür, dass die Gold-Rally in den kommenden Monaten auslaufen wird. Zum einen wird die Nachfrage nach Goldschmuck auch in diesem Jahr angesichts der schwachen Konjunkturerwicklung weiter auf einem tiefen Niveau verharren. Zum anderen haben die Notenbanken in den vergangenen Monaten ihre Goldkäufe gedrosselt. Und schließlich ist es wahrscheinlich, dass für Gold zunächst kaum noch mit Rückenwind durch weitere Zinssenkungen der Fed zu rechnen ist. Sobald sich am Markt die Meinung verfestigt, dass die US-Zinsen auf absehbare Zeit auf einem relativ hohen Niveau verharren werden, dürfte der Goldpreis sein hohes Niveau nicht mehr halten können. Mit Renditen von mehr als 4 % am US-Geldmarkt und auch bei zehnjährigen US-Treasuries bleiben die Opportunitätskosten der Goldhaltung mindestens bis Mitte kommenden Jahres auf einem hohen Niveau. Damit sollte die Gold-Hausse Geschichte sein. Wir rechnen damit, dass der Goldpreis bis zum Jahresende 2025 wieder auf 3.000 USD pro Feinunze zurückfallen wird.

**Angebots-
überschuss am
Ölmarkt: Preise
fallen weiter!**

**Gold steigt im
ersten Halbjahr
2025 um mehr
als 25 %**

**Nachfrage nach
Goldschmuck
bleibt weiter
schwach**

**Hohe Opportuni-
tätskosten spre-
chen für Ende
der Gold-Hausse**

LBBW Prognosen

Konjunktur					
in %		2023	2024e	2025e	2026e
Deutschland	BIP	-0,1	-0,2	0,0	1,0
	Inflation	5,9	2,2	1,9	2,0
Euroraum	BIP	0,6	0,7	0,8	1,0
	Inflation	5,4	2,4	1,9	2,0
USA	BIP	2,9	2,8	1,2	1,0
	Inflation	4,1	3,0	3,2	3,5
China	BIP	5,2	5,0	3,7	3,2
	Inflation	0,2	0,2	0,4	1,0
Welt	BIP	2,9	3,2	2,6	2,6
	Inflation	5,3	3,5	3,4	3,4

Zinsen und Spreads					
in %		aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz		2,00	1,75	1,75	1,75
Bund 10 Jahre		2,57	2,55	2,65	2,80
Fed Funds		4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre		4,34	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)		100	135	135	130

Aktienmarkt					
in Punkten		aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
DAX		23 787	22 000	23 000	24 000
Euro Stoxx 50		5 289	4 900	5 100	5 300
S&P 500		6 279	5 200	5 400	5 600
Nikkei 225		39 811	34 000	35 000	37 000

Rohstoffe und Währungen					
		aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro		1,18	1,12	1,10	1,15
Franken je Euro		0,93	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro		0,86	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)		3 333	3 200	3 000	3 000
Öl (Brent - USD/Barrel)		69	65	60	60

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.