



LB≡BW

LBBW Research
2026: Raue See voraus

Editorial



**Sehr geehrte Leserin,
sehr geehrter Leser,**

vergangenes Jahr habe ich Ihnen an dieser Stelle nicht zu viel versprochen. Auf Unternehmen, aber auch auf Anlegerinnen und Anleger würden turbulente Zeiten zukommen, schrieb ich damals. Und in der Tat ist 2025 eine Achterbahnfahrt gewesen. Auch wenn es zumindest für die Kapitalmärkte in Summe nach oben ging. Jede Woche Aktienrekorde und Gold im Höhenflug.

So weit der Blick in den Rückspiegel. Aber was erwartet uns im kommenden Jahr? Ich sag's nicht gern, aber das Fahrwasser dürfte rau bleiben. Über aller Unsicherheit thront weiterhin Donald Trump mit seiner atemlosen Zollpolitik, die es Unternehmen auch 2026 kaum erlauben wird, beständig vor auszuplanen. Dass der Präsident plötzlich ruhiger werden könnte und nicht mehr nach Lust und Laune an Zollschrauben dreht – das wage ich nicht zu hoffen.

Auf den Märkten kursiert derweil immer offener die Sorge vor einer Staatsschuldenkrise. Auch hier spielt Washington eine besonders unrühmliche Rolle. Immerhin erwartete ich aber, dass es Trump nicht gelingen wird, die Fed an die Kette zu legen. Trotzdem raten wir im LBBW Research zur Vorsicht. Insbesondere am Aktienmarkt scheint alles auf Perfektion getrimmt. Deshalb dürfte es 2026 etwas gemächlicher zugehen als bei der atemberaubenden Rallye des ausklingenden Jahres.

Bei all den Schatten habe ich aber auch einen Lichtblick zu bieten: Deutschland sollte 2026 endlich wieder aus der Rezession auftauchen. Getragen vor allem durch die massiven Ausgabenprogramme für Verteidigung und Infrastruktur.

Wie es weitergehen wird mit Wirtschaftspolitik, Konjunktur, Zinsen, Aktien, Währungen, Rohstoffen und Immobilien, das hat das LBBW Research für Sie im vorliegenden Jahresausblick zusammengetragen. Spannend wird es mit Sicherheit.

Ich wünsche eine gewinnbringende Lektüre und ein gesundes und erfolgreiches 2026.

Ihr

Dr. Moritz Kraemer

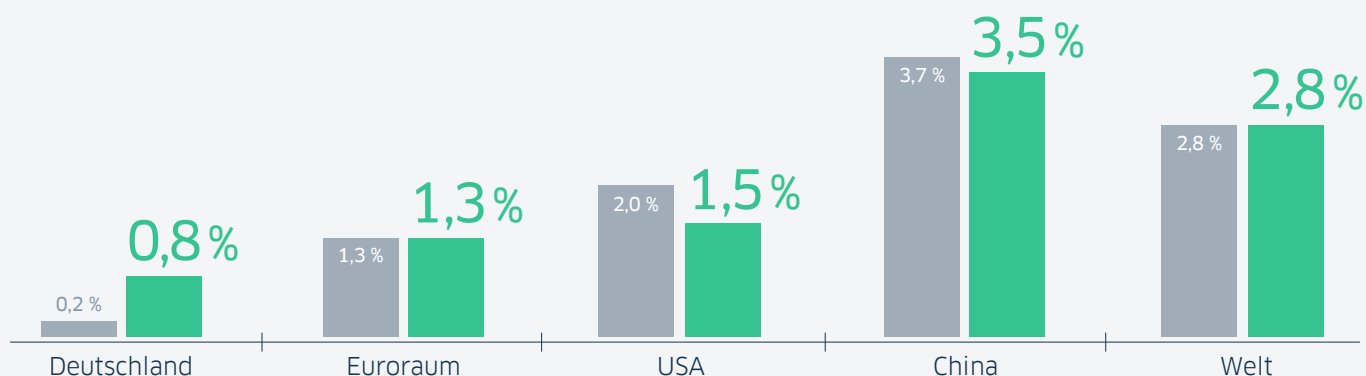
Chefvolkswirt und Leiter des Bereichs Research

Ausgewählte Prognosen im Überblick.

Wirtschaftswachstum

Reale Veränderung des BIP gegenüber dem Vorjahr

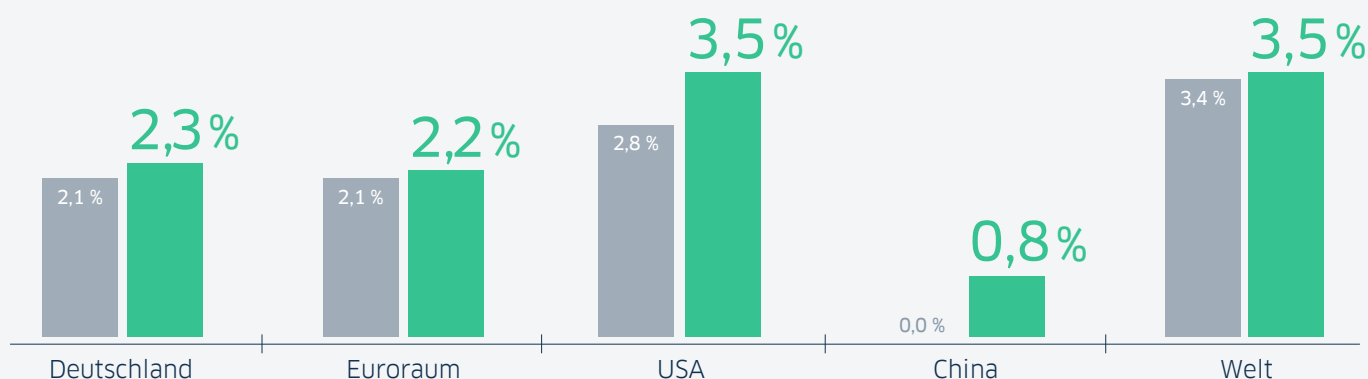
● 2025 ● 2026



Inflation

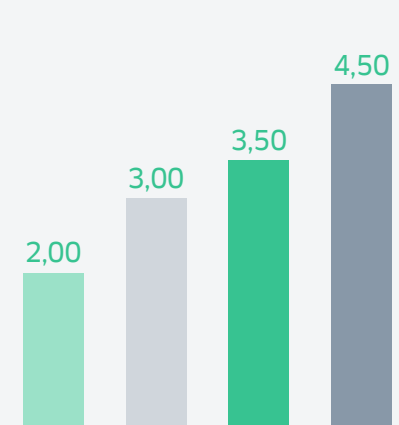
Prognose für Gesamtjahr 2026

● 2025 ● 2026



Zinsen

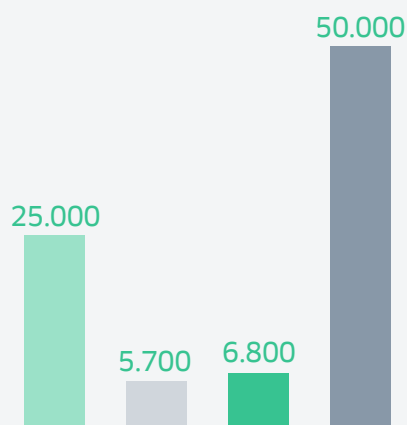
Erwarteter Stand 31.12.2026 (in %)



- EZB-Einlagesatz
- Bundesanleihen (10 Jahre Laufzeit)
- US-Leitzins
- US-Treasuries (10 Jahre Laufzeit)

Aktienmarkt

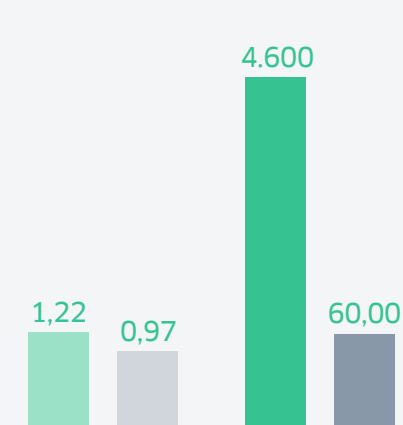
Erwarteter Indexstand 31.12.2026



- DAX (in Punkten)
- EURO STOXX 50 (in Punkten)
- S&P 500 (in Punkten)
- Nikkei 225 (in Punkten)

Währungen und Rohstoffe

Erwarteter Stand 31.12.2026



- US-Dollar (je Euro)
- Schweizer Franken (je Euro)
- Gold (US-Dollar je Feinunze)
- Rohöl (Fass Brent; US-Dollar)

Unsere Prognosen im Detail.

Konjunktur



		2024e	2025e	2026e
Deutschland	BIP	-0,5	0,2	0,8
	Inflation	2,2	2,1	2,3
Euroraum	BIP	0,7	1,3	1,3
	Inflation	2,4	2,1	2,2
USA	BIP	2,8	2,0	1,5
	Inflation	3,0	2,8	3,5
China	BIP	5,0	3,7	3,5
	Inflation	0,2	0,0	0,8
Welt	BIP	3,2	2,8	2,8
	Inflation	3,5	3,4	3,5

Zinsen



	23.11.2025	30.06.2026	31.12.2026
EZB-Einlagesatz	2,00	2,00	2,00
Bund 10 Jahre	2,66	2,90	3,00
Fed Funds	4,00	3,50	3,50
Treasury 10 Jahre	4,05	4,40	4,50

Rohstoffe



	23.11.2025	30.06.2026	31.12.2026
Gold (US-Dollar / Feinunze)	4.068	4.400	4.600
Öl (Brent - US-Dollar / Barrel)	63	60	60

Aktien



	23.11.2025	30.06.2026	31.12.2026
DAX	23.092	25.000	25.000
EURO STOXX 50	5.515	5.700	5.700
S&P 500	6.603	6.800	6.800
Nikkei 225	48.626	50.000	50.000

Wechselkurse



	23.11.2025	30.06.2026	31.12.2026
US-Dollar je Euro	1,15	1,20	1,22
Franken je Euro	0,93	0,96	0,97
Pfund je Euro	0,88	0,85	0,85

Quellen: LSEG, LBBW Research; Stand: 24.11.2025; bei allen e-Werten handelt es sich um Prognosen.

Der Jahresausblick 2026 – Acht Themenfelder im Blick.

01 Geopolitik

Macht- und Wirtschaftsstrukturen
im Umbruch.

Sandro Pannagl, Matthias Krieger

Seite 6

02 Wirtschaftspolitik

Die Koalition muss Farbe
bekennen.

Dr. Moritz Kraemer

Seite 9

03 Konjunktur

Aufbruch mit Unsicherheiten.

Dr. Jens-Oliver Niklasch

Seite 11

04 Zinsen

Verschuldungssorgen belasten
die Anleihenmärkte.

Elmar Völker

Seite 13

05 Währungen

Zinsdifferenzen stärken
den Euro.

Dirk Chlench

Seite 15

06 Aktien

Den Börsen drohen
Korrekturen.

Dr. Berndt Fernow

Seite 17

07 Immobilien

Die Richtung stimmt.

Benedikt Horwedel

Seite 19

08 Rohstoffe

Gold und Silber auf Rekordkurs –
Öl bleibt günstig.

Dr. Frank Schallenger

Seite 21

Macht- und Wirtschaftsstrukturen im Umbruch.

01

Von Matthias Krieger und Sandro Pannagl · Strategy / Macro Research

Die Welt verändert sich, und damit auch die Rahmenbedingungen globalen Handelns. Der früher „wohlmeinende Hegemon“ USA, Garant einer regelbasierten Welt- und Wirtschaftsordnung, verfolgt heute einen rein machtbasierten Politikansatz. Die Regierung hat den durchschnittlichen effektiven Zollsatz auf US-Importe von 2 % auf 18 % erhöht. Getrieben werden die USA von China, das mit anderen Mitteln ähnliche Ziele verfolgt: Mit Exportkontrollen für seltene Erden demonstrierte Xi Jinping gerade die eigene Macht.

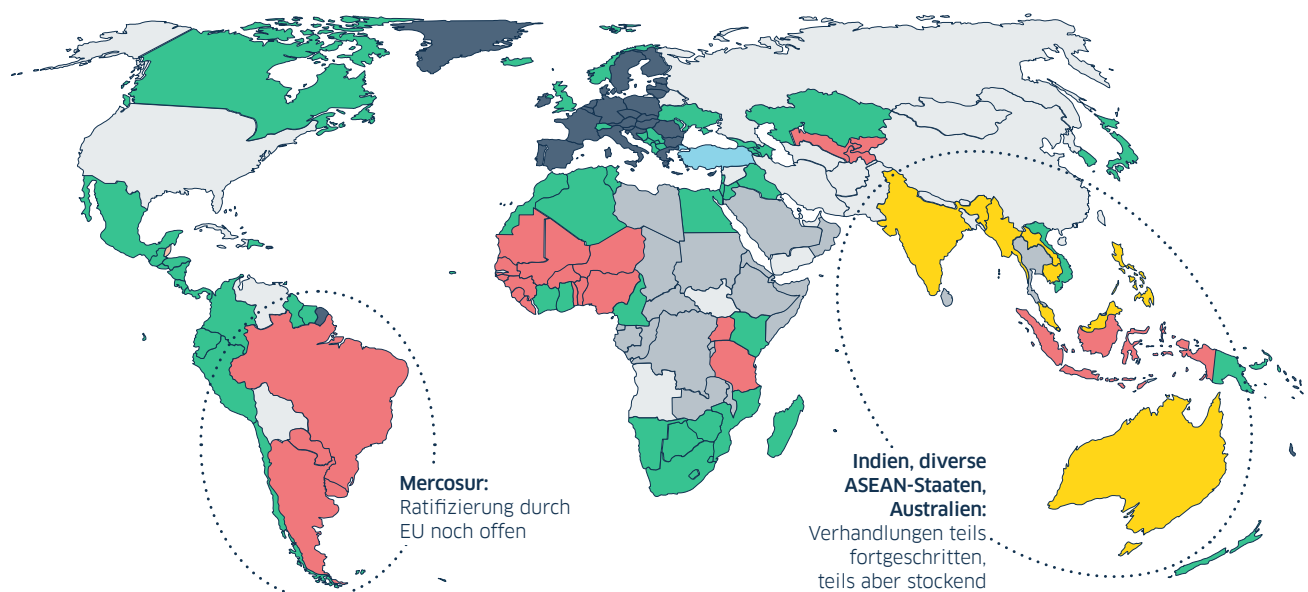
Politisch und militärisch schwach sowie technologisch im Hintertreffen, tut sich Europa schwer in der neuen Umgebung. Das Handeln der EU wirkt oft, als sei sie hilfloser

Spielball fremder Mächte. Dabei ist die protektionistische US-Politik eher Zeichen von Schwäche. Der Anteil der USA am Welthandel sinkt (zuletzt 13 %), und trotz Zöllen laufen 70 % des globalen Handels nach WTO-Regeln ab.

Viele Länder wertschätzen den regelbasierten Handel und würden gerne ein Handelsabkommen mit der EU und ihrem 450 Millionen Einwohner großen Binnenmarkt schließen: Mercosur, Indien, Indonesien, weitere ASEAN-Staaten, Australien. Länder mit großer Bevölkerung, beachtlichen Ressourcen an strategischen Rohstoffen und hohen Wachstumsraten. Die EU muss diese Chancen nutzen und täte gut daran, auch innerhalb ihrer eigenen Grenzen Handelshemmnisse abzubauen.

Die EU arbeitet an weiteren Handelsabkommen.

— Europäische Union (EU) — Abkommen in Kraft — in Verhandlung — kein Abkommen
— Zollunion — Annahme/Ratifikation läuft — Verhandlungen ausgesetzt



Quellen: EU-Kommission, LBBW Research; Stand: November 2025



Das Handelsabkommen zwischen der EU und den USA jedenfalls steht auf wackligen Beinen. Die EU hat sich zu Investitionen von 600 Mrd. USD in den USA und zu Energieimporten aus den USA von 750 Mrd. USD verpflichtet. Völlig unklar ist, wie sie das erfüllen will. Scheitern diese „Deals“, wäre das gesamte Abkommen Makulatur.

Zugleich bleibt Russlands Aggression herausfordernd für Europa. Da die USA nicht mehr den Eindruck erwecken, ein zuverlässiger Bündnispartner zu sein, muss Europa seine Sicherheitsarchitektur neu aufstellen. Das ist schon politisch eine Herkules-Aufgabe. Hinzu kommt die finanzielle Seite. Angesichts leerer Kassen wird es auf Deutschland ankommen, eine konventionelle Abschreckung aufzubauen. Ob die Bevölkerung die Belastungen mittragen wird, muss sich zeigen. Bisher enttäuschende Ansätze zur Sanierung der deutschen Sozialsysteme und zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit lassen sorgenvoll in die Zukunft blicken.

Im Nahen Osten ist es unter US-Regie zu einem Waffenstillstandsabkommen gekommen. Ob es zu einer nachhaltigen Befriedung führt, ist zweifelhaft. Die Regierung Netanjahu wirkt, als sehe sie das Abkommen als Vereitelung der Chance, den Gazastreifen und das Westjordanland zu annektieren. Die Hamas wiederum hat nur ihre aktuelle Erschöpfung zur Zustimmung bewegt. Gelöst ist der Konflikt nicht im Ansatz. Die Lebensumstände der

Palästinenser und deren jüngste Erfahrungen sind Nährboden weiterer Gewalt. Zu hoffen bleibt, dass Syrien nun eher als Stabilisator wirkt – auch das ist unsicher. Ebenso wie der Kurs des Iran. Die Region hat weiterhin das Potenzial eines gut gefüllten Pulverfasses.

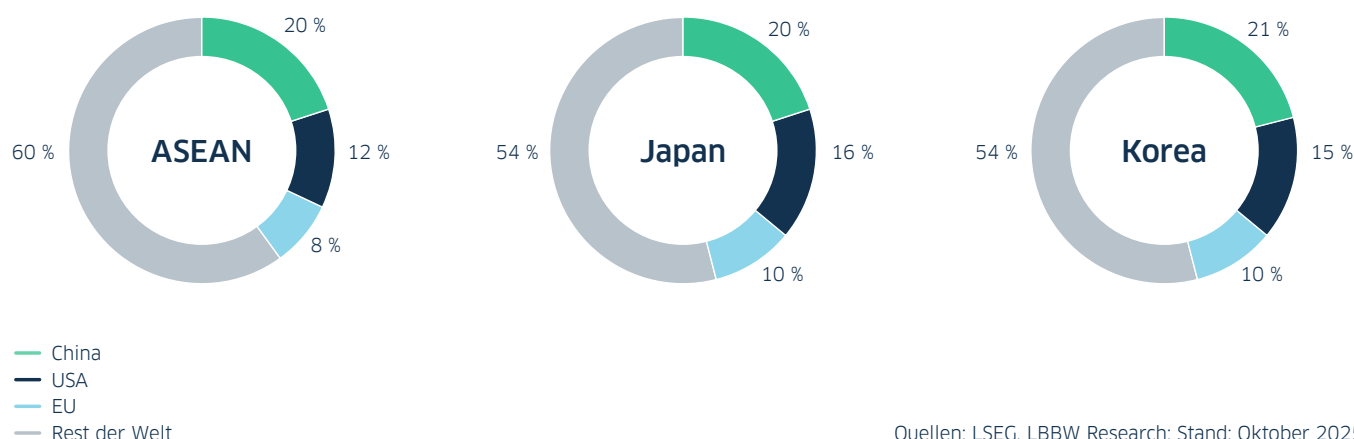
Und auch die Beziehung zwischen dem Westen und China bleibt angespannt. Zwar konnten sich Washington und Peking im Oktober auf ein Handelsabkommen einigen. Es stellt aber lediglich eine taktische Entspannung dar. Beide Seiten erkaufen sich Zeit, um die wechselseitigen Verwundbarkeiten weiter abbauen zu können. Der systemische Konflikt bleibt ungelöst.

Europa teilt viele der US-Bedenken gegenüber Peking. Die Abhängigkeit von Chinas Wertschöpfungsketten sowie vom chinesischen Absatzmarkt schränken den Handlungsspielraum jedoch ein. Warnsignale der Vergangenheit (wie erzwungener Technologietransfer) wurden ignoriert. Die KP zementiert mit dem neuen Fünfjahresplan zugleich strategisches Denken, das in Europas Hauptstädten oftmals fehlt.

Die Länder Ostasiens suchen trotz Zollstreit die Nähe zur USA, während Südostasien neben regionaler Integration eine Annäherung an Peking betreibt. Die EU droht, ohne neue Kooperationsinitiativen auch in diesen Regionen ins Hintertreffen zu geraten.

EU in Fernost bereits 2024 abgeschlagen.

Handelspartner in % des Gesamtvolumens



Quellen: LSEG, LBBW Research; Stand: Oktober 2025



*Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.*



Was würde der Wiederaufbau der Ukraine kosten?

Internationale Organisationen schätzen die Kosten auf etwa 550 Mrd. US-Dollar. Je länger der Krieg dauert, desto teurer wird es. Am stärksten beschädigt sind die Verkehrs- und Energieinfrastruktur sowie der Wohnsektor. Die Ukraine wird beim Wiederaufbau auf internationale Hilfe angewiesen sein. Schon jetzt liegen die veranschlagten Kosten beim Zweieinhalbfachen ihres BIP.

Hat Europa noch ausreichend Wirtschaftsmacht, um Einfluss auszuüben?

Ja! Europa bleibt wirtschaftliches Schwergewicht. Das EU-BIP ist größer als das Chinas, und auch vor den USA muss der alte Kontinent sich nicht verstecken. Technologisch gibt es Defizite, aber die Basis ist vorhanden: Ohne Maschinen aus Europa gäbe es keine Hochleistungschips. Längerfristig könnte der US-Isolationismus Europa Wettbewerbsvorteile verschaffen. Im Umgang mit China braucht es eine Strategie.

Wie würde sich eine Annexion Taiwans weltwirtschaftlich auswirken?

Eine Invasion Chinas in Taiwan hätte verheerende Auswirkungen. Sie würde wichtige Schifffahrtsrouten in Ost- und Südostasien massiv stören und die taiwanesischen Chipproduktion lahmlegen. Der Zusammenbruch globaler Lieferketten wäre die Folge. Eine Ausweitung auf Nachbarstaaten ist nicht ausgeschlossen. Der globale Schaden würde die Covidkrise weit übertreffen.

Ersetzen die BRICS die Führungsrolle des Westens?

Nein! Um global eine Führungsrolle zu übernehmen, braucht es eine alle einigende Weltsicht als Basis einer Weltordnung. Einig sind sich die BRICS aber nur darin, dagegen zu sein. Die Länder fühlen sich vom Westen nicht einbezogen und in internationalen Institutionen nicht angemessen repräsentiert. Um eine alternative Weltordnung zu formulieren, sind die Interessengegensätze zwischen zentralen BRICS-Staaten zu groß.

Die Koalition muss Farbe bekennen.

02

Von Dr. Moritz Kraemer · Chefvolkswirt und Leiter des Bereichs Research

Die Erwartungen an die neue schwarz-rote Bundesregierung waren hoch. Wahrscheinlich zu hoch. Diese Koalition verdankt ihre Existenz ja einzig und allein der Tatsache, dass sie die einzige gangbare Option diesseits der Brandmauer war. Und die programmatischen Unterschiede der Union einerseits und der Sozialdemokraten andererseits bleiben erheblich. Das sind keine guten Voraussetzungen für eine energische Reformpolitik. Und so wurden aus dem bisweilen etwas großspurig angekündigten „Herbst der Reformen“ eher Wochen der Reförmchen. Die Neuaufstellung des Bürgergelds als Grundsicherung ist wenig mehr als Symbolpolitik. Und die steuerbegünstigte Aktivrente ab 2026 dürfte zu Mitnahmeeffekten führen, löst aber keines der Probleme der gesetzlichen Rente.

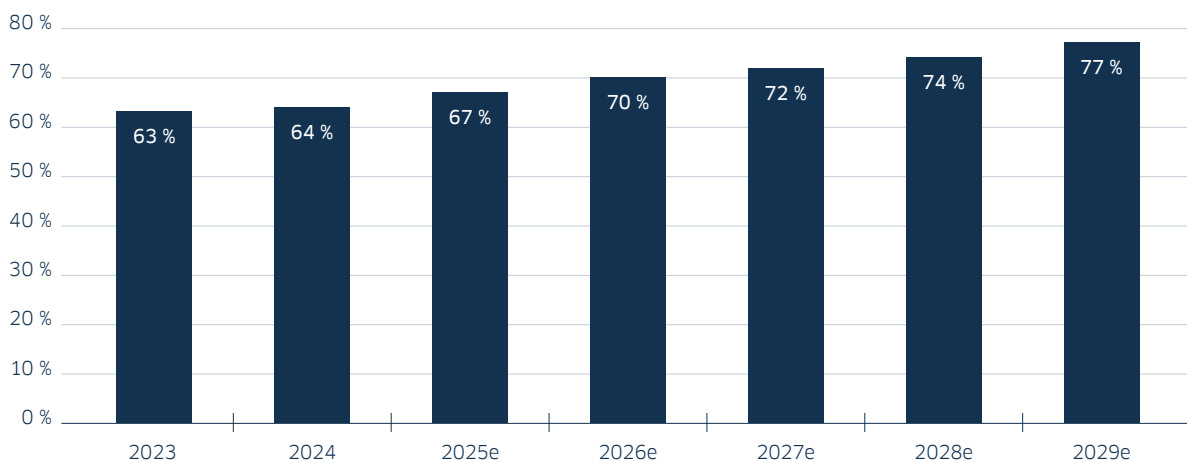
Die bedeutendste Reform der Regierung Friedrich Merz war indes bereits beschlossen, bevor der Kanzler den Eid abgelegt hatte: die Aufweichung der Schuldenbremse. Dabei war das weniger eine Reform als eine komplette Aushöhlung. Für einen beharrlichen Ver-

fechter einer Schuldenbremsenreform wie mich ist die beschlossene Grundgesetzänderung ernüchternd. Ein Meer von roter Tinte tut sich auf. Das Budgetdefizit des Bundes könnte bis zum Ende der Legislaturperiode auf 4 % des BIP steigen. Dabei ist unklar, ob begrenzte Kapazitäten in Rüstungsindustrie und Bauwirtschaft nicht vor allem zu steigenden Preisen führen werden. Dann würde zwar viel Geld fließen, aber nur wenig Wachstum entstehen. Leider mehren sich auch Hinweise auf die befürchteten Verschiebebahnhöfe: Die Regierung lagert Investitionen aus dem Kernhaushalt in das Sondervermögen aus. Damit entsteht im Kernhaushalt mehr Platz für Konsumausgaben. Hinzu kommen teure Wahlgeschenke von etwa 10 Mrd. EUR jährlich: Mütterrente, Pendlerpauschale, Steuersenkung für die Gastronomie und Agrardiesel.

Drücken wir die Daumen, dass das alles nur Kinderkrankheiten einer neuen Koalition sind und 2026 alles besser wird. Haus und Hof würde ich darauf aber nicht verwetten.

Deutschlands Schuldenquote dürfte deutlich wachsen.

Öffentliche Schulden in % des BIP



Quelle: Berechnungen des LBBW Research auf Basis von BMF und IWF. Annahme des jährlichen Defizits von Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungen von 1 %; Stand: Oktober 2025.



Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.

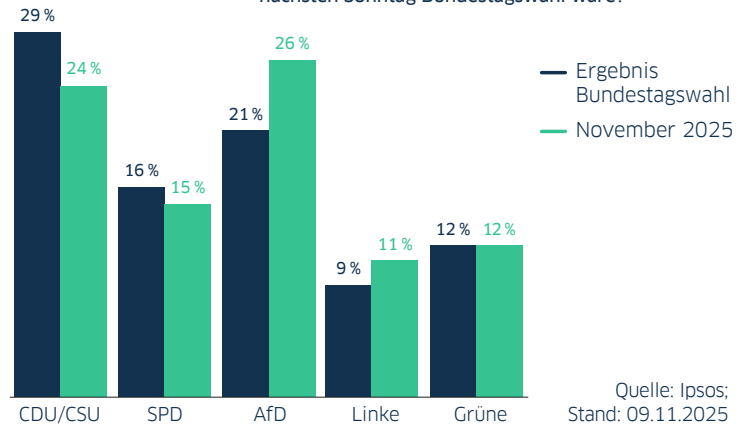


Die schwarz-rote Koalition
ist keine Liebesbeziehung.
Wird sie die Legislaturperiode
überstehen?



Während die Koalitionsverhandlungen relativ geräuschlos über die Bühne gingen, hakt es im täglichen Regieren erkennbar. Aber weder Union noch SPD haben Interesse an vorzeitigen Wahlen. Die Umfragen verheißen beiden nichts Gutes. Deshalb werden sich die Partner in der Vernunft Ehe zusammenraufen und hoffen, dass ein Aufschwung das Wahlvolk milder stimmt.

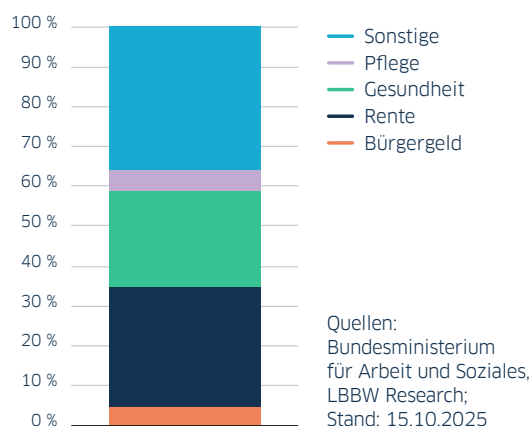
Allgemeine Sonntagsfrage: Welche Partei würden Sie wählen, wenn am nächsten Sonntag Bundestagswahl wäre?



Wird die neue Grundsicherung den
Bundeshaushalt entlasten?



Sozialausgaben 2024 (1,35 Billionen Euro).



Ja, aber der Effekt wird überschaubar sein. Die Erwartungen des Kanzlers, 5 Mrd. Euro (etwa 10 %) einzusparen, sind optimistisch. Denn das Bundesverfassungsgericht hat mit dem Urteil zur Sicherung des Existenzminimums klare Vorgaben gemacht. Die Zahl der Totalverweigerer lag zuletzt deutlich unter 0,5 % der Bürgergeldempfänger. Insgesamt entfielen auf das Bürgergeld ohnehin nur etwa 4 % der staatlichen Sozialleistungen.

Aufbruch mit Unsicherheiten.

03

Von Dr. Jens-Oliver Niklasch · Strategy / Macro Research

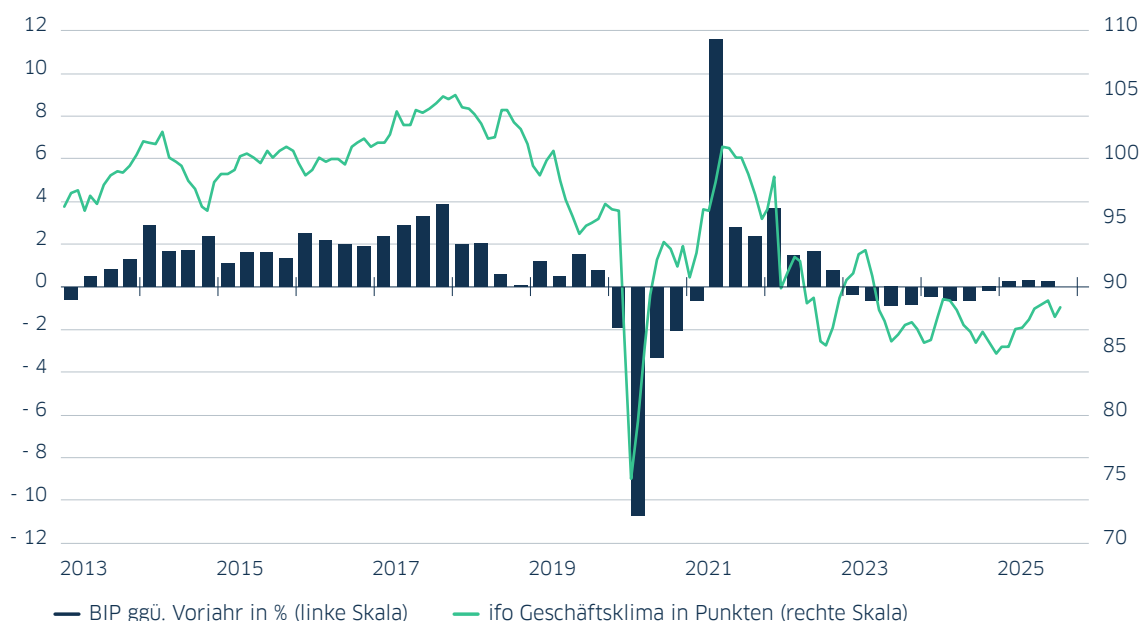
Drei Jahre Stagnation, eigentlich sogar sechs, liegen hinter uns. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) lag 2025 preisbereinigt in etwa auf dem Niveau von 2019. Im kommenden Jahr soll sich das Blatt wenden. Gründe dafür gibt es: Die EZB hat ihre Leitzinsen seit 2023 auf 2 % halbiert. Das sollte sich positiv auf die Konjunktur auswirken. Das Trumpfpass der Optimisten ist die Fiskalpolitik. Die Defizitquote lag 2024 bei 2,8 % des BIP. Nach Schätzungen der Bundesbank dürfte sie 2025 vorübergehend sinken, in beiden Folgejahren dann aber auf 4 % des BIP steigen. Der Bund verschuldet sich, im Kernhaushalt und über Sondervermögen, um Verteidigungsausgaben und Investitionen zu erhöhen. Wir gehen davon aus, dass dieser Impuls die Wirtschaftsleistung im kommenden Jahr um 0,8 % steigen lassen wird. Der Stimulus könnte noch stärker wirken, wenn nicht Teile des Sondervermögens den Konsum stützen würden und der Kernhaushalt Züge eines Verschiebebahnhofs annehmen würde. Der Kalendereffekt (Lage der Feiertage) dürfte das BIP mit einem Plus von knapp 0,3 Prozentpunkten zusätzlich beflügeln.

Die Risiken 2026 sind indes altbekannt: Die US-Handelspolitik hat mit der Erhöhung der Importzölle Sand ins Getriebe des deutschen Handels gestreut. Seit Ausklingen der Vorzieheffekte sinken die Exporte in die USA. Zudem sind weitere Maßnahmen möglich. Seit Beginn seiner zweiten Amtszeit hat sich US-Präsident Donald Trump interventionsfreudig gezeigt und wird das sicher weiter tun. Ebenfalls oben auf der Risikoliste: Im Ukraine-Krieg gibt es bisher keine Anzeichen für ein Ende der Kämpfe.

Dagegen scheint die Inflation unter Kontrolle zu sein. Mit etwas mehr als 2 % ist beinahe Preisstabilität erreicht. Das dürfte die Realeinkommen und die Konsumbereitschaft der privaten Haushalte stützen. Auf den vorgelagerten Stufen herrscht sogar nahezu Preiskonstanz. Dagegen zeigen sich am Arbeitsmarkt die Spuren der zurückliegenden mageren Jahre. Die Arbeitslosenrate kratzt an der Marke von drei Millionen. Eine Trendwende ist nicht in Sicht.

Deutschland steckt seit drei Jahren in der Stagnation.

ifo Geschäftsklima und BIP im Jahresvergleich



Quellen:
LSEG, LBBW Research;
Stand: 15.10.2025

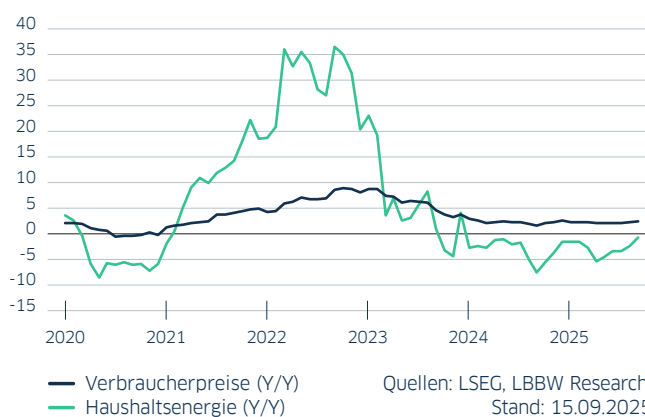


Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.

Steigt die Inflation durch die CO₂-Bepreisung?

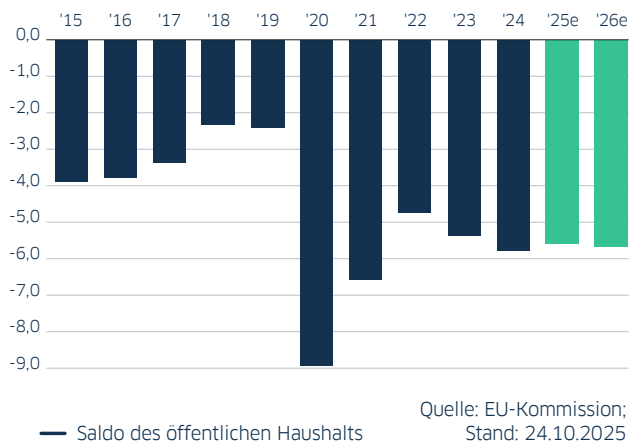
Aktuell ist der CO₂-Preis auf Brennstoffe bei 55 Euro je Tonne festgesetzt. 2026 wird er sich in einer vorgegebenen Spanne von 55 bis 65 Euro bewegen, um sich ab 2027 frei am Markt zu bilden. Die Kraftstoffpreise dürften sich 2026 dadurch um bis zu 10 % erhöhen. Überträgt sich der Anstieg voll auf die Haushaltsenergie, könnte die Inflation vorübergehend um bis zu einen Prozentpunkt klettern.

Deutschland: Inflation und Energiepreise.



Droht eine neue Schuldenkrise im Euroraum?

Frankreich: Defizite in % des BIP.



Frankreichs Defizite sind zu hoch, aber nicht so exorbitant wie seinerzeit in Griechenland (10 % bis 15 % in den Jahren 2008 bis 2011). Heute wären zudem die Institutionen der EU mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und möglichen Anleihenkäufen der EZB besser für eine Schuldenkrise gerüstet. Dennoch bleibt Frankreich in der Pflicht, seine Finanzen zu ordnen, um das Vertrauen der Märkte nicht zu verspielen.

Verschuldungssorgen belasten die Anleihenmärkte.

04

Von Elmar Völker · Strategy / Macro Research

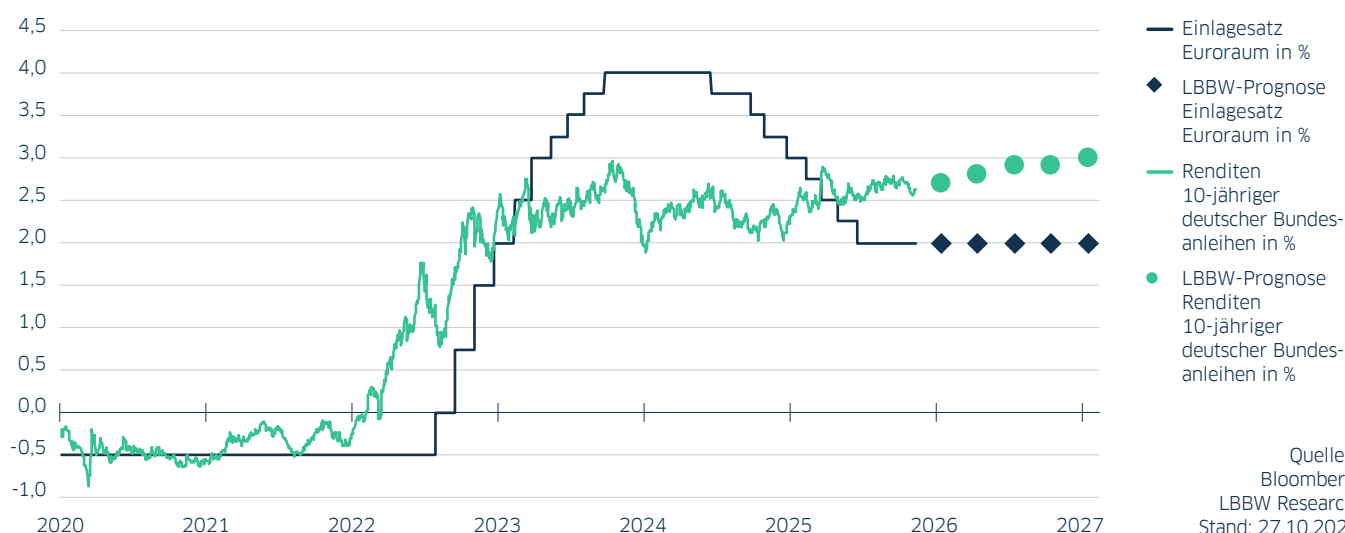
Derzeit prägt eine Mischung aus handelspolitischen Risiken und der Hoffnung auf fiskalpolitischen Rückenwind – vor allem aus Deutschland – den wirtschaftlichen Ausblick für den Euroraum. Derweil scheint die Inflation auf gutem Wege, sich nahe dem EZB-Zielwert von 2 % einzupendeln. Die Geldpolitik im Euroraum ist aktuell auf ein stabiles wirtschaftliches Umfeld mit gemäßigten Gefahren für die Preisstabilität zugeschnitten. Vor diesem Hintergrund besteht für die Währungshüter bis auf Weiteres nur wenig Anlass, den Einlagesatz von seinem aktuellen Niveau von 2 % aus weiter nach unten oder wieder nach oben zu schieben. Zuletzt hat der EZB-Rat die Hürden für eine Wiederaufnahme des im Juli 2025 ausgesetzten Zinssenkungskurses relativ hoch gelegt. Und um im Jahr 2026 eine zinspolitische Kehrtwende nach oben auszulösen, müssten die Inflationsgefahren wohl relativ abrupt zunehmen. Ein unveränderter EZB-Leitzins ist daher unser Hauptszenario.

Vor diesem Hintergrund dürfte der Trend zu weiter anschwellender Staatsverschuldung in allen wichtigen

Wirtschaftsräumen den Takt für die Entwicklung der längerfristigen Kapitalmarktzinsen angeben. Der deutsche Staat wird unserer Prognose nach im Jahr 2026 ein Rekordvolumen an Bundesanleihen emittieren müssen, um die Ausgabenpläne der Regierung finanzieren zu können. Die Anleger dürften höhere Risikoprämien für langlaufende Staatsanleihen einfordern und die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf rund 3 % nach oben treiben.

Auch auf langlaufenden US-Staatsanleihen dürften gehörige Verschuldungssorgen lasten. Zudem wachsen die Zweifel an einer unabhängigen US-Geldpolitik, was Anleger dazu veranlassen könnte, höhere Risikoprämien zu verlangen. Wir rechnen daher mit steigenden US-Langfristzinsen, obschon die Fed ihren Leitzins wegen eines lahmenden US-Arbeitsmarktes und nachlassenden Wirtschaftswachstums vorsichtig weiter senken dürfte. Insgesamt erwarten wir in den USA bis zum Jahresende 2026 zwei weitere Zinssenkungsschritte um je 25 Basispunkte.

Wir erwarten 2026 stabile EZB-Sätze, aber steigende Bund-Renditen.





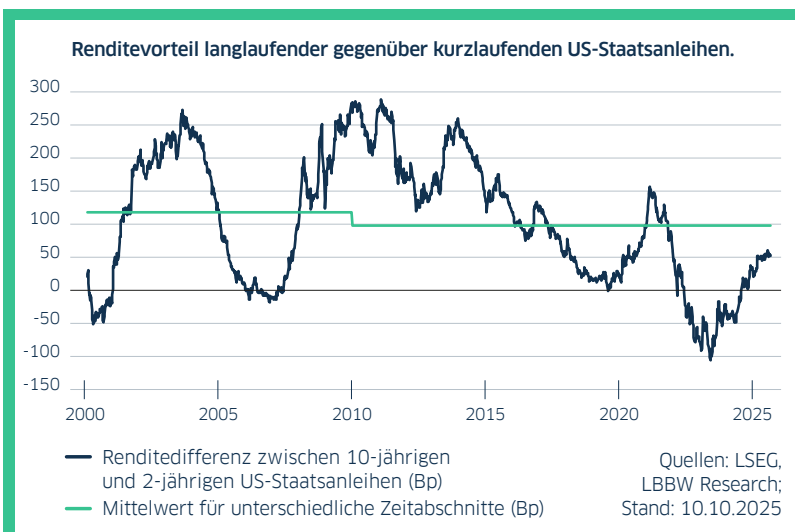
*Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.*



Verliert die Fed ihre Unabhängigkeit?

Nein, aber die Fed muss dauerhaft unter größerem politischem Druck agieren als vor Trump. Es wird ein Drahtseilakt. Die US-Notenbanker müssen zwischen steten Einwürfen aus dem Weißen Haus und dem misstrauischen Blick der Anleger navigieren, die eine Aushöhlung der Unabhängigkeit fürchten. In der öffentlichen Wahrnehmung der Fed wird dem Nachfolger von Jerome Powell eine Schlüsselrolle zufallen.

Sind langlaufende US-Staatsanleihen attraktiv?



Wir bevorzugen Staatsanleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten. Die US-Langläufer bieten zwar inzwischen eine etwas höhere Rendite als kurzlaufende Anleihen. Der Renditevorteil ist jedoch deutlich kleiner als im langfristigen historischen Mittel. Das trägt nicht hinreichend dem Risiko Rechnung, das aus der schnell wachsenden US-Staatsverschuldung resultiert.

Geht der nächste Zinsschritt der EZB nach oben oder nach unten?

Sofern wir mit unserer Prognose recht behalten, dass die EZB im Jahr 2026 die Füße stillhält, dürfte der nächste Schritt eine Anhebung sein. Die Inflationsrisiken im Euroraum sind zwar kurzfristig wegen der Wirtschaftsschwäche geringer. Mittelfristig dürfte jedoch vor allem die schuldenfinanzierte Ausgabenpolitik des deutschen Staates die Teuerung wieder anziehen lassen.

Zinsdifferenzen stärken den Euro.

Von Dirk Chlench · Strategy / Macro Research

05

Die Renditedifferenz ist seit jeher ein wesentlicher Einflussfaktor für das Wechselkursverhältnis zwischen Euro und US-Dollar. Zwar hat der „Liberation Day“ Anfang April, an dem die USA Zollerhöhungen gegenüber nahezu allen Handelspartnern verkündeten, diesen Zusammenhang vorübergehend gestört (siehe linke Grafik). Aber seit einigen Monaten ist die Renditedifferenz wieder dominanter Treiber des Wechselkurses (siehe rechte Grafik) und steht im Fokus unserer Prognose.

Während die Zinssenkungsphase der EZB ein Ende gefunden haben sollte, erwarten wir, dass die Fed ihren Leitzins angesichts der Schwäche am US-Arbeitsmarkt bis Ende 2026 noch zweimal um jeweils 25 Basispunkte senken wird. Diese unterschiedlichen geldpolitischen Kurse dürften den Renditevorsprung kurzlaufender US-Staatsanleihen gegenüber vergleichbaren deutschen Bundesanleihen spürbar verringern.

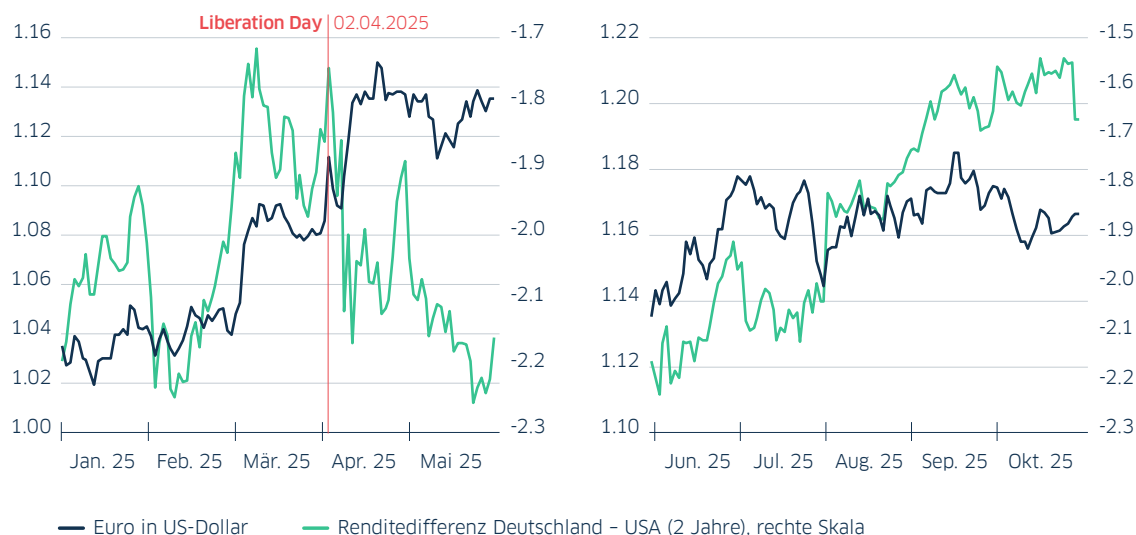
In der Vergangenheit gab es zwar hin und wieder längere Phasen, in denen der Euro/US-Dollar-Kurs sich

unabhängig von der Renditedifferenz entwickelte. Ein Beispiel ist der Vorstoß von Angela Merkel und Emmanuel Macron für einen „Wiederaufbaufonds“ im Jahr 2020, der die Folgen der Corona-Pandemie abfedern sollte und den Euro über viele Monate aufwerten ließ. Ein vergleichbarer Einflussfaktor zeichnet sich aktuell aber nicht ab. Zwar könnte die politische Unsicherheit im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen 2027 den Eurokurs etwas unter Druck setzen, gleichzeitig beeinträchtigt Trumps autokratische Regierungsführung jedoch das Vertrauen in den US-Dollar. Insgesamt orientieren wir unsere Euro/Dollar-Prognose daher eng an der Renditedifferenz. Bis Ende 2026 erwarten wir einen Wechselkurs von 1,22 US-Dollar je Euro.

Für den Schweizer Franken dürfte der Zinsnachteil gegenüber dem Euroraum zu einer leichten Abwertung gegenüber dem Euro führen. Dennoch bleibt das Abwertungspotenzial des Franken begrenzt – ein Erreichen der Parität zum Euro sehen wir daher vorerst nicht.

Der Zusammenhang zwischen Zinsdifferenz und US-Dollar-Kurs war zwischenzeitlich gestört.

Euro in US-Dollar und Renditedifferenz



Quellen:
LSEG, LBBW Research;
Stand: 22.10.2025



Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.

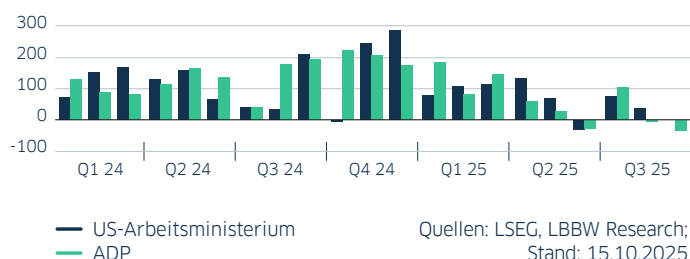


Kann man den US-
Wirtschaftsdaten noch
trauen?

Ende Juli hat der US-Präsident die Leiterin des Amtes für Arbeitsmarktstatistik entlassen, nachdem die Behörde einen enttäuschenden Beschäftigungsanstieg vermeldet hatte. Trump warf der Leiterin vor, sie habe die Daten gefälscht. Der Vergleich der vom Personaldienstleister ADP ermittelten Beschäftigungszuwächse mit den amtlichen Zahlen zeigt für die Vergangenheit keine wesentlichen Differenzen. Seither gibt es noch zu wenige Daten. Skepsis könnte aber angebracht sein.

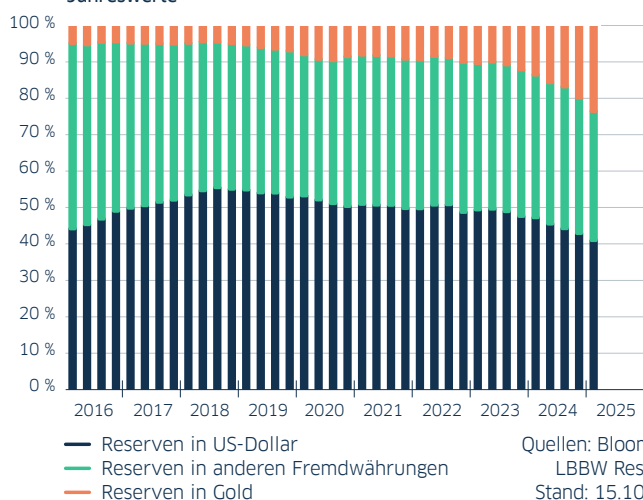
US-Beschäftigung in der Privatwirtschaft.

Saisonbereinigte Monatswerte, Veränderung gegenüber dem Vormonat, in tausend Stellen



Ist die Rolle des
US-Dollar als Leit-
währung gefährdet?

Anteile an den weltweiten Notenbankreserven (Währungen und Gold). Jahreswerte



Die aktuelle US-Regierung empfindet die Rolle des US-Dollar als Leitwährung mehr als Fluch denn als Segen. Mit ihren Angriffen auf die Unabhängigkeit der Fed untergräbt sie selbst das Vertrauen in den US-Dollar. Es mangelt jedoch an Alternativen. Weder Euro noch Yuan profitieren bislang in größerem Ausmaß von dem Vertrauensverlust. Gewinner ist das Gold.

Den Börsen drohen Korrekturen.

Von Dr. Berndt Fernow · Strategy / Macro Research

06

Nach drei Jahren Hausse sind die weltweiten Aktienmärkte eher hoch bewertet. Aktien weisen gegenüber Renten nur noch eine minimale Risikoprämie auf. Treibende Kraft hinter dem Kursanstieg war die KI-Fantasie. Bislang hat sie gegenüber den Turbulenzen aus dem Oval Office die Oberhand behalten. In den Köpfen der Anleger hat sich offenbar eine gewisse Sorglosigkeit breitgemacht – schließlich ist bislang alles gut gegangen.

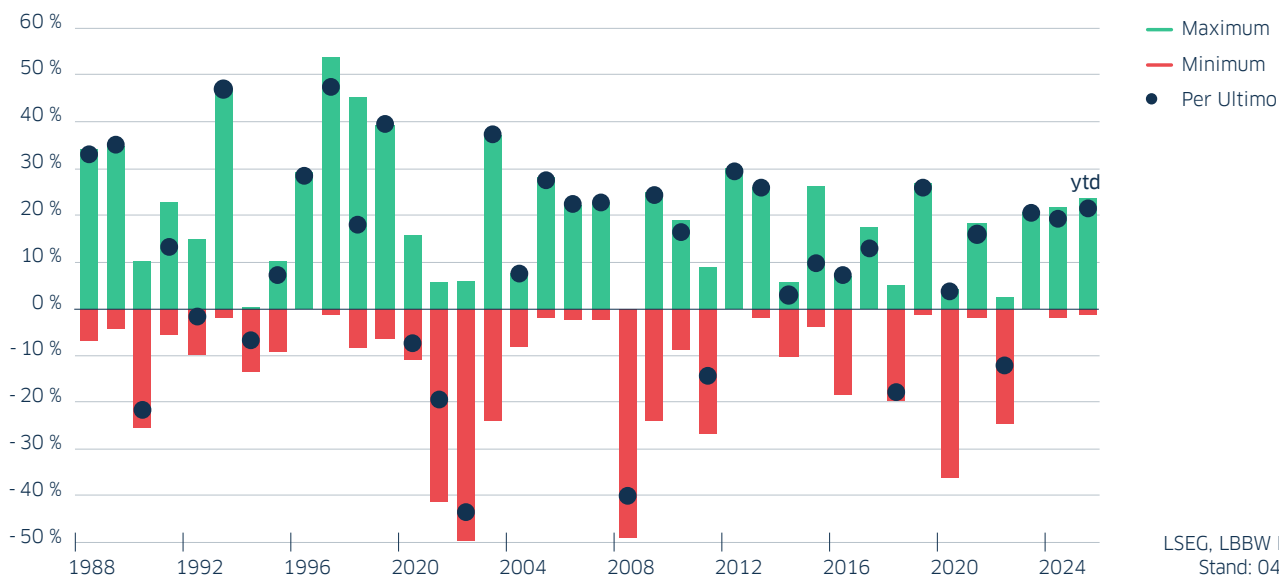
Genau hierin liegt aber die Gefahr für die Märkte, denn Risiken verschwinden nicht durch Ignorieren. Die US-Zollpolitik wirkt schleichend inflationär, hält die Zinsen hoch und bremst die Konjunktur sowohl in den USA als auch in exportorientierten Ländern wie Deutschland. Das belastet Aktien gleich dreifach durch niedrigere Gewinne, höhere Finanzierungskosten und Druck auf die Marktbewertung. Zudem drohen weltweite Lieferkettenprobleme, wenn China seine Kontrolle über strategische Metalle weiterhin als Druckmittel einsetzt. Aus Investorensicht kommt noch hinzu, dass die historisch

einmalige Konzentration der Marktkapitalisierung auf wenige, vom KI-Boom beflügelte Unternehmen ein erhebliches Klumpenrisiko geschaffen hat. Diese Firmen operieren zwar hoch profitabel, investieren aber nun gewaltige Summen in Rechenzentren, mit der Folge enormer Abschreibungen in den kommenden Jahren.

Eine sinkende Gewinndynamik dürfte die Bewertungen der US-Börsenstars unter Druck setzen. Anleger, die in Euro rechnen, sollten zudem das Währungsrisiko im Auge behalten. Im Weißen Haus besteht die klare Intention, Geld- und Währungspolitik zum eigenen Nutzen zu instrumentalisieren – eine weitere Quelle der Unsicherheit. Wir erwarten daher für 2026 eine längere Phase der Risikoaversion, wobei die Indizes ihre Jahresanfangsstände deutlich unterschreiten dürften. Abseits des US-dominierten Mainstreams bieten sich aber durchaus Chancen. Asiatische und europäische Werte sind deutlich günstiger als amerikanische. Nachhaltig dividendenstarke Titel verdienen Beachtung, ebenso Aktien der zweiten Reihe.

Anders als in den Vorjahren dürfte der DAX 2026 temporär ins Minus rutschen.

Schwankungen des DAX seit jeweiligem Jahresbeginn





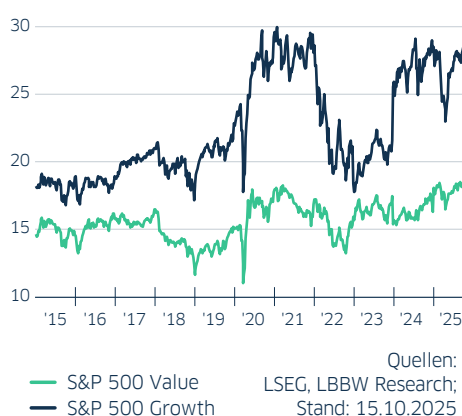
*Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.*



Lohnen sich Investments in US-Value-Werte?

An der US-Börse ziehen die Protagonisten der Künstlichen Intelligenz alle Aufmerksamkeit auf sich. Aktien etablierter, ertragsstarker Unternehmen mit stabilen Geschäftsmodellen und attraktiver Ausschüttungspolitik stehen hingegen im Abseits. Darunter finden sich viele Weltkonzerne, und das sind für uns nach wie vor Basis-Investments.

Kurs-Gewinn-Verhältnis von US-Aktien.



Stehen Schwellenbörsen vor einer Renaissance?

Die tektonischen Verschiebungen in Weltwirtschaft und Welthandel weg von den USA bieten auf jeden Fall Chancen für ein Comeback. Allerdings würden wir auf Aktienmärkte setzen, die tatsächlich eine Partizipation am Wachstum und Strukturwandel der Volkswirtschaften ermöglichen, also einen hohen Anteil an Technologie und Dienstleistungen bieten. Dominieren hingegen Staatskonzerne und Rohstoffunternehmen, drohen Enttäuschungen.

Bietet KI Chancen für neue Anbieter – auch in Europa?

Am Ende gewinnen nicht unbedingt die Unternehmen, die mit hohem Kapitaleinsatz eine neue Technologie vorantreiben. Vielmehr sind es diejenigen, die daraus ganz neue Geschäftsmodelle entwickeln. Und solche, die ihre Produkte nur anpassen müssen, wie Stromversorger und Ausrüster mit klassischer Technik. Davon gibt es in Europa viele, während neue Ideen meistens in den USA den Marktdurchbruch schaffen.

Die Richtung stimmt.

Von Benedikt Horwedel · Strategy / Macro Research

07

Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland ziehen wieder an. Trotzdem wird es noch etwas dauern, bis das Vor-Corona-Niveau wieder erreicht ist. Gründe dafür sind unter anderem ein stagnierendes Bevölkerungswachstum und nur langsam steigende Mieten. Für 2026 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Preisanstieg um 3 % bis 4 %. Ein Treiber sind dabei private Haushalte: Im ersten Halbjahr lag das Kreditvolumen rund 31 % über dem Vorjahr, und auch das dritte Quartal zeigte sich lebhaft. Für 2026 erwarten wir eine Fortsetzung dieser Entwicklung, wenn auch etwas abgeschwächt. Zu den Boomzeiten der Niedrigzinsphase werden wir so schnell nicht zurückkehren.

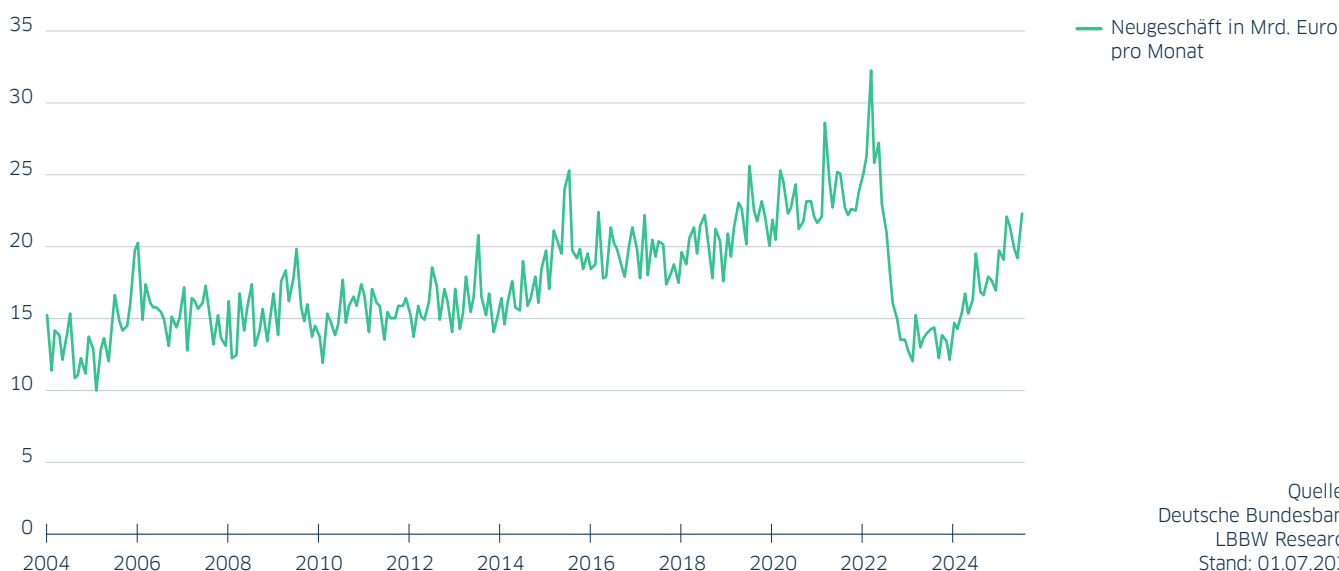
Einen zusätzlichen Schub erleben derzeit Bauvorhaben im privaten Wohnimmobilienbereich – nicht zuletzt dank der Einsicht, dass das Zinsniveau auf Sicht wohl nicht weiter sinken wird. Auch wir gehen davon aus, dass die Bauzinsen tendenziell steigen, da sie unter anderem vom erhöhten Renditeniveau bei Bundesanleihen beeinflusst werden. Zu altem Glanz werden auch die Wohnim-

mobilien so schnell nicht zurückfinden, schließlich lasten eine schwache Konjunktur und höhere Arbeitslosigkeit auf dem Markt. Wie stark der Impuls des „Bauturbos“ der Regierung sein wird, bleibt abzuwarten. Viel hängt davon ab, wie schnell Kommunen ihre Genehmigungsprozesse anpassen können und wollen. Insgesamt ist das Bild aber durchaus leicht positiv.

Auch am gewerblichen Immobilienmarkt bleiben Wohnimmobilien gefragt: Im ersten Halbjahr waren sie die umsatzstärkste Asset-Klasse. Das Investitionsvolumen wächst, liegt aber spürbar unter dem langjährigen Durchschnitt. Problematisch bleiben Büros, vor allem in weniger gefragten Lagen. Der Trend zu höheren Leerstandsquoten dürfte sich fortsetzen, da immer mehr Menschen in den Ruhestand gehen und hybride Arbeitsmodelle weiter im Trend liegen. Zwar steigen die Neuvertragsmieten im Bürobereich, allerdings vor allem wegen einzelner Abschlüsse im Hochpreissegment. Insgesamt rechnen wir 2026 bei den Transaktionsvolumina nicht mit großen Sprüngen.

Erholungstrend am privaten Wohnimmobilienmarkt hält an.

Wohnungskredite an private Haushalte



Quellen:
Deutsche Bundesbank,
LBBW Research;
Stand: 01.07.2025



Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.



Sind Anlagen in Betongold
derzeit sinnvoll?

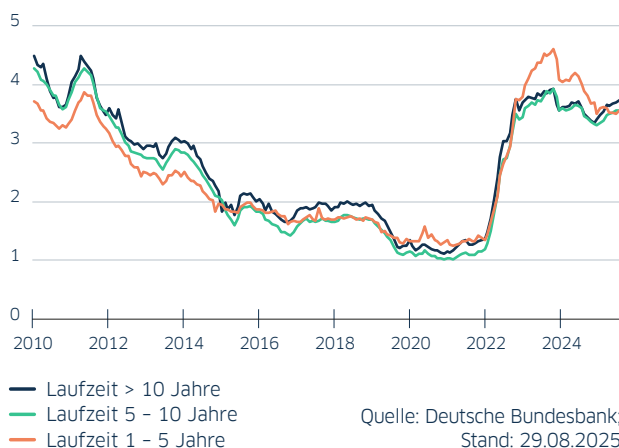
In Deutschland fehlt nach wie vor Wohnraum. Entsprechend ziehen Mieten und Preise von Wohnimmobilien wieder an. Niemand sollte erwarten, mit Betongold über Nacht reich zu werden. Vielmehr kann ein Haus oder eine Wohnung eine Absicherung gegen Schübe am Mietmarkt darstellen. Kurz: Wer die Finanzierung einer Wohnimmobilie auf die Beine stellen kann und investiert, wird sich langfristig kaum ärgern müssen.

Das Mietwachstum hat sich zwar abgeschwächt, ist aber positiv.
Wachstum von Mieten in % gegenüber Vorjahr



Soll ich einen Immobilienkredit lieber
langfristig oder kurzfristig finanzieren?

Effektive Zinssätze für Wohnbalkredite in Deutschland (in % p. a.)



Aktuell liegen die kurzfristigen Zinsen zwar wieder unter denen von Krediten mit langer Laufzeit. Aber: Die EZB hat 2022 gezeigt, wie schnell sie die Geldmarktsätze nach oben schleusen kann. Auch die angespannte geopolitische Lage spricht für eine längerfristige Zinsbindung. Angesichts der Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte empfehlen wir, Planungssicherheit über die möglichen Vorteile einer kurzfristigen Finanzierung zu stellen.

Gold und Silber auf Rekordkurs – Öl bleibt günstig.

08

Von Dr. Frank Schallenberger · Strategy / Macro Research

Das Jahr 2025 ist bei einigen Rohstoffen ziemlich turbulent verlaufen. Sowohl Gold als auch Silber und Kupfer haben neue Allzeithochs verzeichnet. Dagegen sackten die Ölpreise zeitweise auf den tiefsten Stand seit vier Jahren ab. Der Bloomberg-Sektorindex für Edelmetalle stieg in den ersten zehn Monaten des Jahres um mehr als 50 %, und die Basismetalle legten durchschnittlich um rund 15 % zu, während Energierohstoffe nicht über ein Plus von 2 % hinaus kamen.

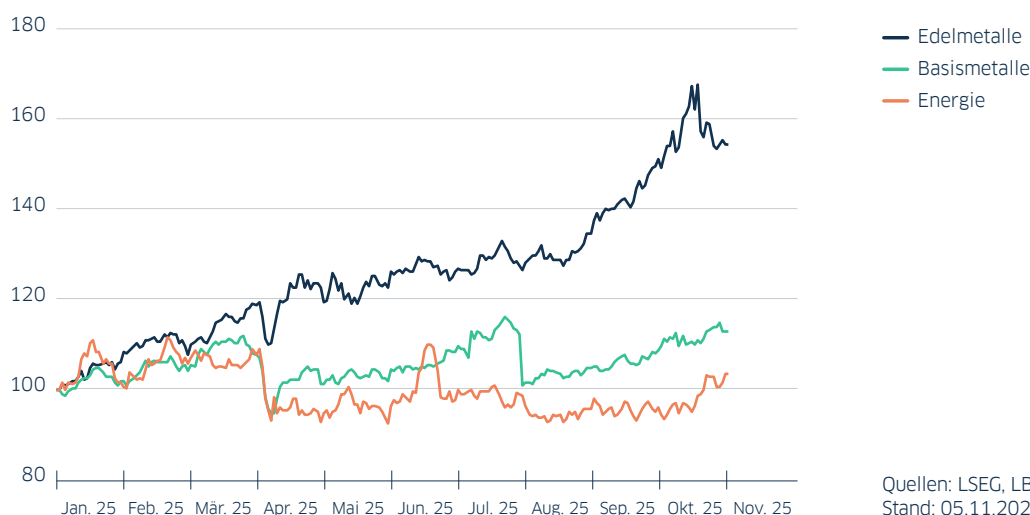
Obwohl es bei den Edelmetallen von Mitte Oktober an leichte Korrekturen gab, dürfte deren Hausse noch nicht vorbei sein. Denn viele wichtige Argumente für Gold & Co. sind unverändert gültig: Die Zinsen in den USA werden weiter sinken, die Fragezeichen hinter der künftigen Unabhängigkeit der Fed und der Solidität des US-Dollars bleiben bestehen, und die US-Handelspolitik wird die Märkte wohl auch 2026 mit etlichen Überraschungen versorgen.

Bei den Basismetallen dürfte der Aufwärtstrend im kommenden Jahr ebenfalls anhalten. Nicht zuletzt der zunehmende Bedarf der Industrie für Produkte aus dem Bereich der grünen Transformation sowie KI-Investitionen sollten die Nachfrage stützen. Zumal verschiedene Probleme bei der Minenproduktion – insbesondere bei Kupfer – in den vergangenen Monaten das Angebot belastet haben.

Die lahrende Weltkonjunktur wird die Ölnachfrage 2026 voraussichtlich ähnlich schwach ausfallen lassen wie in diesem Jahr. Zudem hat die OPEC+ seit April 2025 ihre Förderung in mehreren Schritten massiv erhöht. Dem Ölkartell ist der Marktanteil momentan offensichtlich wichtiger als das Preisniveau. Für das kommende Jahr zeichnet sich damit ein extremer Angebotsüberschuss am Ölmarkt ab. Für die Ölpreise ist deshalb im nächsten Jahr kaum mit höheren Notierungen zu rechnen: Gut für die Verbraucher – schlecht für die OPEC+.

Rohstoffsektoren 2025 mit deutlich unterschiedlicher Performance.

Bloomberg Commodity-Spot-Subindizes; indexiert: 31.12.2024 = 100



Quellen: LSEG, LBBW Research;
Stand: 05.11.2025

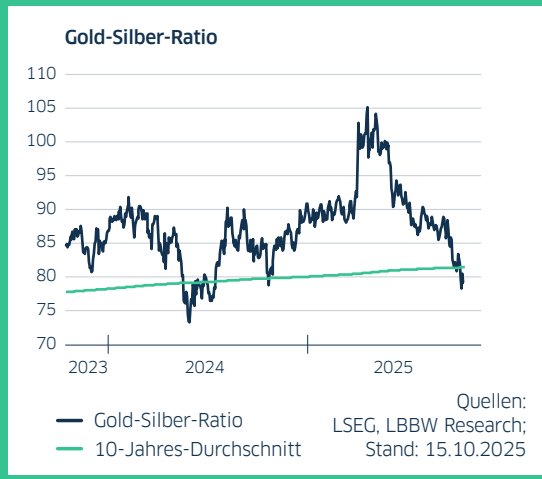


*Unsere Kunden fragen.
Unsere Experten antworten.*



**Wird Silber 2026
das neue Gold?**

Silber ist seit Frühjahr 2025 deutlich stärker im Wert gestiegen als Gold. Die Gold-Silber-Ratio hat zuletzt mit 80 das niedrigste Niveau der letzten zwölf Monate erreicht. Eine anhaltende Outperformance von Silber ist eher unwahrscheinlich. Dagegen sprechen die schwache Weltkonjunktur, die sich auch 2026 wenig dynamisch entwickeln dürfte, und die Tatsache, dass Silber stark von der industriellen Nachfrage abhängt.



**Was ist aus
„Drill, Baby, drill“
geworden?**

Nicht viel! Denn die US-Fracker benötigen für neue Förderprojekte einen WTI-Preis von rund 65 US-Dollar – und der Ölpreis liegt aktuell deutlich darunter. Tatsächlich stagniert die US-Ölproduktion seit Jahresanfang. Zudem ist die Anzahl aktiver Bohrlöcher in den USA seither um mehr als 13 % gesunken. Das bedeutet: Auch 2026 wird „Drill, Baby, drill“ wohl ins Wasser fallen.

**Was treibt die aktuelle
Kupferrally an?**



Zur robusten Kupfernachfrage seit Jahresanfang kamen jüngst massive Angebotsengpässe. Die Grasberg-Mine in Indonesien, drittgrößte Kupfermine der Welt, meldete unfallbedingt eine vorübergehende Stilllegung. Auch in anderen Ländern gibt es Ausfälle. Daher ist bereits für dieses Jahr ein hohes Marktdefizit zu erwarten. Der Kupferpreis dürfte spätestens 2026 die Marke von 11.000 US-Dollar überspringen.

Bestens informiert, auch im Jahr 2026!

Übersicht zu Publikationen des LBBW Research für tägliche, wöchentliche, monatliche und quartalsweise Updates.

Mit unseren rund 50 hochqualifizierten Analysten gehören wir zu den führenden Research-Häusern in Deutschland. Wir blicken hinter jede Zahl und vertiefen uns in jedes noch so anspruchsvolle Thema. Von uns erhalten Sie hochwertige Studien, Prognosen und Meinungen, die Ihnen konkret weiterhelfen. In unseren Publikationen trifft geballtes Fachwissen auf verlässliche Einschätzungen: Mit uns haben Sie stets einen klaren Kompass zur Hand.

Klartext

Kraemers Klartext

Kommentar von Chefvolkswirt
Dr. Moritz Kraemer
(Leiter LBBW Research).

[Zur Website →](#)

Porträt



Porträt

Das LBBW Research stellt
sich vor. [→](#)

Einschätzung

News und Einschätzungen

Aktuelle Daten und Fakten aus Wirtschaft und
Politik kurz kommentiert.

[Zur Website →](#)

Video

LBBW Webkonferenzen

Einschätzung zu Aktien, Credits,
Rohstoffen und Währungen sowie
aktuellem Sonderthema.

[Zur Website →](#)



Studien

LBBW Studien und Analysen

Ausführliche Publikation zu marktbewegenden
und grundlegenden strategischen Themen.

[Zur Website →](#)

BW Quarterly

BW Quarterly

Analyse relevanter Themen
für die Konjunktur
der Südwest-Wirtschaft.

[Zur Website →](#)

Podcast

LBBW Research2Go

Unternehmens-Podcast zu aktuellen Trends und
Entwicklungen der Wirtschafts- und Finanzwelt.

[Zur Website →](#)

Zahlreiche weitere
Publikationen finden Sie unter
[→ www.lbbw-markets.de](http://www.lbbw-markets.de)



Impressum

Redaktion:

Landesbank Baden-Württemberg
Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Konzeption und Gestaltung:

Busch und Partner, Journalisten

Redaktionsschluss:

24. November 2025

Fotoquellen:

Getty Images, Landesbank Baden-Württemberg

Erstellt am: 25.11.2025 07:20

Erstmalige Weitergabe: 25.11.2025 07:20

Disclaimer

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

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften („Moody's“). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's („Moody's-Informationen“) sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen, zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Landesbank Baden-Württemberg

www.LBBW.de
kontakt@LBBW.de

Hauptsitze

Stuttgart

70144 Stuttgart
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart
Telefon 0711 127-0

Karlsruhe

76245 Karlsruhe
Ludwig-Erhard-Allee 4
76131 Karlsruhe
Telefon 0721 142-0

Mannheim

Am Victoria-Turm 2
68163 Mannheim
Telefon 0621 428-0

Mainz

55098 Mainz
Rheinallee 86
55120 Mainz
Telefon 06131 64-0