



LB≡BW

Halbjahresausblick 2026

LBBW Research

Märkte zwischen geopolitischer Unsicherheit und Reformen

01	Einleitung	S. 2
02	Geopolitik	S. 3
03	Wirtschaftspolitik	S. 5
04	Konjunktur	S. 7
05	Energie und Umwelt	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

LB≡BW

In aller Kürze:

- Deutschland vor dem Reformdurchbruch?
- Die geopolitische Lage bleibt unübersichtlich.
- Zinsen haben noch Aufwärtspotenzial.
- Aktien am Wendepunkt?

Sommermärchen der Reformen?

Das frühe Aus der deutschen Fußballnationalmannschaft bei der WM in Nordamerika ist wie ein Symbolbild für die deutsche Wirtschaft. Auch sie hat schon bessere Tage gesehen. Nicht nur Paraguay, dessen Mannschaft die deutsche Nationalelf nachhause schickte, wuchs in den vergangenen fünf Jahren schneller als die Bundesrepublik – das taten weltweit tatsächlich mehr als 92 % aller Länder. Anfang des Jahres sah es für Deutschland noch nach einem Aufschwung aus – die Auftragseingänge überraschten positiv, und die expansive Fiskalpolitik stimulierte die Nachfrage. Dann kam der ohne erkennbare Strategie vom Zaun gebrochene Golfkrieg 3.0 und wirkte wie eine Blutgrätsche im Strafraum. Eigentlich müsste Donald Trump dafür die rote Karte sehen. Aber so läuft das natürlich nicht im echten Leben diesseits der Metaphern.

Vergangenes Jahr um diese Zeit war der von den USA angedrohte Handelskrieg die vielleicht größte Sorge für die exportabhängige deutsche Wirtschaft. Die Gefahr ist noch immer nicht gebannt. Aber zusätzlich ist jetzt ein echter Krieg hinzugekommen, der die weltwirtschaftliche Nachfrage schmälert und preistreibend wirkt. Und das nicht nur wegen gestiegener Energiepreise. Derzeit verhandeln die Kontrahenten, und die Hoffnung auf eine nachhaltige Lösung belebt die Märkte. Sie verteilen bereits das Fell des Bären, auch wenn der noch gar nicht erlegt ist. Denn Iran und die USA scheinen den Verlauf der Verhandlungen mal wieder ziemlich unterschiedlich zu interpretieren. Teheran glaubt, bei den Verhandlungen am längeren Hebel zu sitzen. Und da ist tatsächlich etwas dran. Dass wirklich Frieden wird, ist also keineswegs ausgemacht.

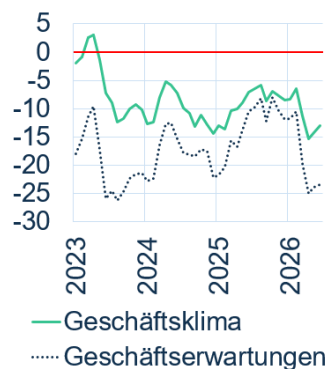
Für die Notenbanken bedeutet das: Vorsicht ist die Mutter der Porzellanlankiste! Nach der jüngsten Inflationsepisode können sich die Währungshüter kein erneutes Entgleiten der Preisstabilität leisten. Auch unter der neuen Führung von Kevin Warsh wird Trumps Forderung an die Fed nach einer drastischen Zinssenkung nicht in Erfüllung gehen. Und nach der ersten Zinserhöhung der EZB wird wohl noch eine weitere folgen. Die langfristigen Zinsen dürften auch eher nach oben tendieren. Denn wohin man schaut, herrscht eine Staatsschuldenorgie. Selbst in Deutschland, vormals der Lordsiegelbewahrer der finanzpolitischen Zurückhaltung, sind gesamtstaatliche Defizite von 4 % des BIP perspektivisch wahrscheinlich. Die resultierenden höheren Langfristzinsen dürften die Investitionen der privaten Wirtschaft wohl kaum beflügeln.

Für die Aktienmärkte bedeuten höhere Zinsen eine zusätzliche Belastung, die zu der bereits ziemlich sportlichen Bewertung hinzukommt. Entsprechend gab es im Juni trotz vermeintlicher Entspannung am Persischen Golf erstmals Rücksetzer. Aktionäre haben gewissermaßen eine gelbe Karte gezeigt bekommen, die sie zu einem weniger aggressiven Verhalten bewegen könnte.

In Deutschland schaut man allenthalben erwartungsvoll auf den „Sommer der Reformen“. Plötzlich demonstriert die Regierung Zug zum Tor. Der Ball liegt jetzt auf dem Elfmeterpunkt. Die Koalition muss jetzt die Nerven behalten. Denn wenn sie verschießt, wird die Stimmung endgültig kippen.

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

Abb. 1: ifo-Geschäftsklimaindex weiter auf Tauchfahrt (saisonbereinigte Salden, bis Juni 2026)



Quelle: [ifo Institut](#), LBBW Research

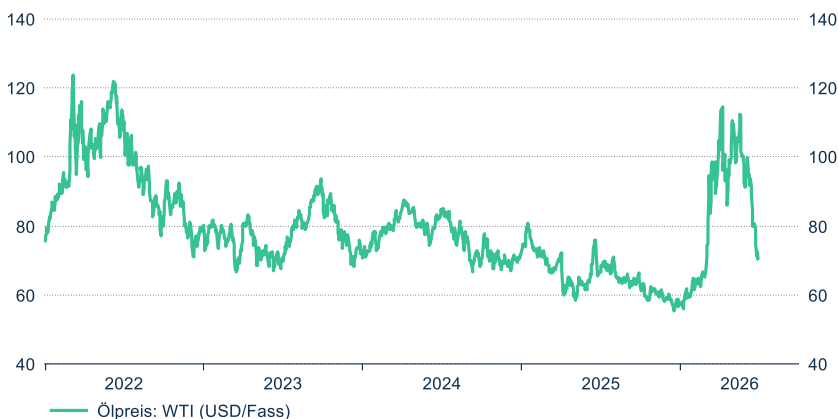
Gelbe Karte am Aktienmarkt

Irakrieg belastet Weltwirtschaft

Blockade der Straße von Hormus bedroht globale Konjunktur

Die Möglichkeit einer anhaltenden Sperrung der Straße von Hormus oder künftig hoher Durchfahrtsgebühren für den Transport von Öl, Flüssiggas und Düngemitteln sowie chemischen Grundstoffen zu deren Herstellung stellt weiterhin eine Gefahr für die gesamte Weltwirtschaft dar. Noch immer ist unklar, ob sich die USA, Israel und Iran letztlich auf einen Friedensvertrag für die Gesamtregion einigen können. Und selbst wenn, bleiben dessen Inhalt und Dauerhaftigkeit noch ziemlich vage. Sollte etwa Israel seine langfristigen Sicherheitsinteressen bei den Verhandlungen zu wenig berücksichtigt finden, besteht die Gefahr neuer militärischer Eskalationen gegen von Iran unterstützte Gruppierungen in der Region. Das könnte Iran dann wiederum zu Reaktionen wie einer erneuten Blockade der Meerenge verleiten. Darüber hinaus lässt sich nicht ausschließen, dass Iran künftig trotz eines Vertrages temporär oder dauerhaft Durchfahrtsgebühren für Tanker und Frachtschiffe verlangt, auch um die hohen Kosten des Wiederaufbaus zu finanzieren. Das könnte zu einer stärkeren Volatilität der Ölpreise führen und damit zu erhöhten Risikoprämien. Immerhin scheint die Bereitschaft, den gewaltsamen Konflikt zu beenden, sowohl seitens der USA als auch Irans recht ausgeprägt zu sein, was zuletzt zu einem deutlichen Rückgang bei den Ölpreisen führte (siehe Abb. 2).

Abb. 2: Ölpreis (WTI, USD pro Fass)



Quelle: LSEG, LBBW Research

Der Konflikt am Golf hat wieder einmal gezeigt, dass sich eine Auseinandersetzung solchen Ausmaßes in einer globalisierten und stark arbeitsteiligen Weltwirtschaft nicht regional begrenzen lässt. Ihre Folgen für die Rohstoffmärkte, die Inflation, die globalen Lieferketten, die Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte und sogar für die Welternährungssituation verursachen Schäden rund um den Globus.

Der jüngste World Economic Outlook (WEO) vom April 2026 des Internationalen Währungsfonds (IWF) ging noch davon aus, dass der Konflikt die weltwirtschaftliche Aktivität nur moderat abschwächen würde. Der Fonds unterstellte dabei in seinem Hauptszenario aber, dass die kriegsbedingten Störungen bis Mitte des Jahres abgeklungen sein würden. In diesem Fall würde der Zuwachs der Weltproduktion von 3,4 % im Jahr 2025 auf 3,1 % im laufenden Jahr und auf 3,2 % im Jahr 2027 sinken.

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

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

Noch kein
tragfähiges Frie-
densabkommen

Konflikt nicht
regional
begrenzbare

Nun scheint ein Frieden zwar greifbar. Die wirtschaftlichen Auswirkungen des Konflikts dürften aber noch einige Zeit zu spüren sein. Damit lässt sich konstatieren, dass die Prämisse des IWF für sein Hauptszenario nicht erfüllt ist, zumal die vollständige Minenräumung in der Straße von Hormus wohl Monate dauern wird. Entsprechend erhält ein negatives Szenario eine deutlich erhöhte Eintrittswahrscheinlichkeit. Im vom IWF als „Adverse Scenario“ bezeichneten Negativszenario, in dessen Richtung sich die aktuelle Entwicklung inzwischen bewegt, würde sich das globale Wachstum 2026 auf 2,5 % verlangsamen. Unsere eigenen Prognosen für die Weltwirtschaft reflektieren die aktuellere Entwicklung schon länger. Wir rechnen für das Welt-BIP 2026 mit einem Zuwachs von 2,7 %, 2027 dann von 2,8 %.

Asien am stärksten von der Blockade betroffen

Für die asiatischen Staaten stellt sich die Situation dabei am herausforderndsten dar. Nach der Sperrung der Straße von Hormus mussten sie rasch Ersatz für die ausfallenden Öl- und Gaslieferungen aus dem Nahen Osten finden. Während die großen und finanzstärkeren Länder der Region (wie China, Japan, Korea) in den meisten Fällen auf heimische Reserven zurückgreifen oder sich trotz hoher Preise entsprechend anderweitig am Weltmarkt versorgen konnten (so dienten gesteigerte US-Ölexporte als Puffer), blieb für die ärmeren Staaten (vor allem in Südasien) oftmals nur die deutliche Einschränkung der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Aktivität als Anpassungsmöglichkeit an die Krise.

Trotz der höheren Abhängigkeit von Energieimporten dürfte jedoch die Gefahr eines Inflationsschocks wie im Jahr 2022 gering sein. In der zweitgrößten Volkswirtschaft China verhindert die anhaltend schwache Binnennachfrage, dass sich die Vorleistungskosten allzu stark auf die Verbraucherpreise überwälzen lassen. Auch in Thailand dämpfen Konjunkturabkühlung sowie strukturelle Probleme (beispielsweise die hohe Haushaltsverschuldung) den Preisauftrieb. Hinzu kommen umfangreiche staatliche Treibstoffsubventionen, die vor allem in Malaysia (als Nettoenergieexporteur zudem besser vor den jüngsten Verwerfungen geschützt) und Indonesien die Haushalte vor zu starken Kostensteigerungen bewahren. Dort, wo der Preisdruck deutlicher ausfällt, steuern Zentralbanken bereits mit ersten Zinserhöhungen gegen (etwa auf den Philippinen) oder dürften dies in Kürze tun (etwa Korea).

Dass die Wirtschaft in den meisten Fällen mit einem blauen Auge davonkommen dürfte, hängt im Wesentlichen mit einer weiterhin robusten Industriedynamik zusammen. Die massiven Investitionsausgaben der US-Tech-Branche bescheren der asiatischen Elektronikindustrie dabei einen regelrechten Export-Boom und sorgen für deutlich steigende Unternehmensgewinne. Auch die seit Ende Februar niedrigeren US-Zölle wirken positiv auf die Produktion. Die teils sogar nach oben revidierten Wachstumsprognosen der globalen Chip-Schwergewichte Taiwan und Korea verdeutlichen zugleich ein grundlegendes Problem. Denn in vielen asiatischen Volkswirtschaften verstärkt sich das Muster einer sogenannten „K-shaped economy“, bei der einzelne boomende Branchen einem zunehmend größeren, nur schwach wachsenden Teil der Wirtschaft gegenüberstehen. Die starke Abhängigkeit von wenigen Wachstumstreibern schafft dabei erhebliche Konzentrationsrisiken für die Weltwirtschaft. Und der jüngste Energiepreisschock hat diese Ungleichgewichte weiter verstärkt. Neue geopolitische Schocks könnten damit im schlimmsten Fall genau jene Trigger darstellen, die die KI-getriebene Wachstumsdynamik zum Erliegen bringen. Dem kann nur eine stärkere Diversifizierung der Wachstumskräfte entgegenwirken.

Entwicklung in Richtung Negativszenario

Finanzkraft bestimmt Anpas- sungsspielraum

Inflationsschock weniger ausge- prägt als 2022

Geopolitische Krisen treiben Ungleichgewichte

Vollgas mit Handbremse

Im vergangenen Jahr habe ich an dieser Stelle noch eine positive Bewertung des Koalitionsvertrags zwischen Union und SPD abgegeben. Mittlerweile hat sich einmal mehr erwiesen, dass Papier geduldig ist und nicht immer passiert, was auf ihm steht. Ich bin nicht der Einzige, dessen Erwartungen die Bundesregierung enttäuscht hat und weiter enttäuscht. Die Umfragewerte der Koalition und des Kanzlers sind auf ein beinahe beispielloses Niveau gesunken (siehe Abb. 3).

Dabei reiht sich Deutschland in ein paneuropäisches Muster ein: In Großbritannien und Frankreich sind die jeweiligen Regierungen ebenso unbeliebt. Nur in Italien, einstmals Synonym für politische Instabilität, führt Premierministerin Giorgia Meloni noch die Umfragen an. Es scheint, dass die Wählerinnen und Wähler vielerorts unzufrieden mit dem Status quo sind und einen wie auch immer gearteten Wechsel wünschen. Den versprechen die populistischen Strömungen an beiden extremen Enden des Spektrums. Das fällt ihnen umso leichter, als sie ihre Versprechungen noch nie in der Praxis umsetzen mussten.

Der Mangel an Rückhalt in der Bevölkerung lässt sich auch auf das durchaus berechtigte Gefühl zurückführen, dass sich im Land nichts oder jedenfalls viel zu wenig bewegt. Das [LBBW Research](#) hat exemplarisch die Gründe für die schwache Wirtschaftsentwicklung in Deutschland analysiert und kam auf einen ganzen Strauß von Ursachen. Nicht in allen Fällen liegt die Lösung bei der Politik. Den demografischen Niedergang, die Deglobalisierung oder Fragen des Mindsets, etwa mangelnde Risikobereitschaft, kann auch eine fähige, handlungsstarke Regierung kaum und – wenn überhaupt – nur sehr langfristig beeinflussen.

Es gibt aber auch Wachstumshindernisse, denen die Politik wirksam entgegenzutreten könnte: der vielerorts in die Jahre gekommenen Infrastruktur, dysfunktionalen Bildungs- und Integrationssystemen oder der überbordenden Regulierung und der damit einhergehenden Bürokratie. Und während der rasche Alterungsprozess in Deutschland nicht mehr umzukehren ist, könnten Reformen der Sozialversicherungssysteme immerhin zu nachhaltigeren Staatsfinanzen und Zuversicht bei den Bürgerinnen und Bürgern führen. All das anzupacken, hatte die Koalition ja auch angekündigt. Aber die Regierung Merz entdeckt nun, dass so manches leichter gesagt als getan ist. Und es wird umso schwerer, wenn man das Vertrauen der Wählerschaft verloren hat. Denn Reformen gehen immer mit Opfern einher, und die bringt eine Bevölkerung umso weniger bereitwillig, je weniger sie einer Regierung vertraut.

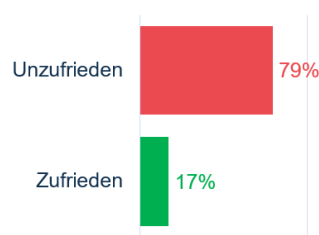
Vollgas

Aber es ist ja auch nicht korrekt, dass die Regierung Merz gar nichts getan hätte. In der Finanzpolitik hat Schwarz-Rot das Gaspedal bis auf den Boden durchgedrückt und sich einen großzügigen Verschuldungsrahmen gegönnt. Wolfgang Schäuble rotiert sicher im Grabe. Die OECD prognostiziert für 2027 ein gesamtstaatliches Budgetdefizit von 4 % des Sozialprodukts und den Anstieg der Schuldenquote auf 68 % des BIP (Maastricht-Definition) von gut 62 % im Jahre 2024, dem letzten Jahr der Ampel (siehe Abb. 4). Das sind international betrachtet noch keine dramatischen Werte. Im Vergleich zu Frankreich, Großbritannien oder den USA wird Deutschland schuldentechnisch zum Einäugigen unter den

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

Deutschland hat schlechte Laune

Abb. 3: Zufriedenheit mit der Arbeit der Bundesregierung (Juni 2026)



Quelle: ilium.de, LBBW Research

Budgetdefizit nimmt Kurs auf 4 % des BIP

Blinden. Und es wäre auch nicht so beunruhigend, wenn diese Schuldenaufnahme ausschließlich in Investitionen in die Infrastruktur flösse. Das könnte schließlich das Wachstum erhöhen und in der Zukunft Erträge in Form von Steuereinnahmen ermöglichen, mit denen die Bundesregierung dann den Schuldendienst bedienen könnte.

Aber der größte Teil der Verschuldung versickert tatsächlich in konsumtiven Ausgaben. Ein erheblicher Anteil entfällt auf den wachsenden Verteidigungshaushalt. Ich will gar nicht in Abrede stellen, dass die neuen geopolitischen Realitäten eine verbesserte Wehrfähigkeit erfordern. Zugleich gilt aber auch, dass Verteidigungskosten Konsumausgaben sind und daher aus dem allgemeinen Haushalt finanziert werden müssten und nicht dauerhaft auf Pump.

Dass die Regierung offenbar zudem Mittel aus dem schuldenfinanzierten Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität (SVIK) für Projekte nutzt, die nicht das vom Grundgesetz geforderte Kriterium der Zusätzlichkeit erfüllen, lässt die Schuldenorgie des Bundes in noch trübe-rem Licht erscheinen. Entsprechend hat der [Bundesrechnungshof](#) auch die mangelnde Transparenz des SVIK moniert. Was die Koalition auf jeden Fall erreicht hat, ist ein Anstieg der langfristigen Zinsen wegen des steigenden Angebots an Staatsanleihen. Aber das ist natürlich nichts, was die Investitionsneigung von Unternehmen stimuliert.

Handbremse

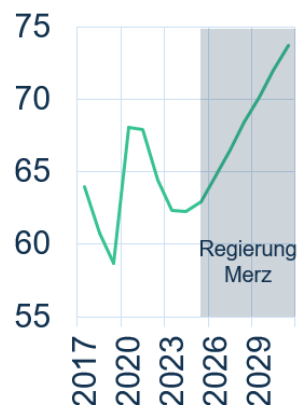
Während bei den Ausgaben also Vollgas angesagt ist und die Staatsquote (Staatsausgaben als Anteil am BIP) dieses Jahr erstmals die Fünfzig-Prozent-Hürde nehmen dürfte, ab der laut Altkanzler Helmut Kohl „der Sozialismus“ beginnt, zeigt sich die Regierung bei den strukturellen Reformen eher, sagen wir, maßvoll. Man könnte auch sagen, die Handbremse ist fest angezogen. Der mehrfach versprochene „Herbst der Reformen“ hat bis heute nicht stattgefunden. Wenn die Regierung den Reformstau nicht erkennbar abbaut, dürfte sich der Investitionsattentismus der Privatwirtschaft fortsetzen. Einfach wird es sicher nicht. Schon heute wirkt das Duo Merz/Klingbeil so uneins (vulgo: zerstritten) wie die Ampelkoalition erst nach zwei bis drei Jahren. Und noch einmal: Der Mangel an Rückhalt beim Wahlvolk wird nicht helfen.

Die bisherigen Maßnahmen zeichneten sich dadurch aus, dass sie langfristig die Staatsfinanzen belasten (etwa bei der [Rente](#)) oder sich in populistischer Symbolpolitik erschöpften ([Spritpreisbremse](#), Mütterrente). Aber bekanntlich ist die Nacht kurz vor dem Morgengrauen am dunkelsten. Vielleicht hat Berlin mittlerweile verinnerlicht, dass die Zaghaftigkeit bei der Reformpolitik niemandem so stark schadet wie den involvierten Parteien selbst. Das könnte einen starken Anreiz für einen (späten) Befreiungsschlag liefern. Hoffen wir darauf um unser aller willen.

Jetzt oder nie!

In den wenigen Tagen bis zur parlamentarischen Sommerpause will Bundeskanzler Friedrich Merz nun nochmal richtig Gas geben. Anfang Juli haben die Spitzen der Regierungsparteien CDU/CSU und SPD ein kaum mehr für möglich gehaltenes Reformpaket vorgestellt. Alles drin: Rente, Arbeitsmarktpolitik, Bürokratieabbau, Steuerreform. Man spürt, dass die Koalition in vielen Fällen Kompromisse geschmiedet hat, die den Effekt der Reformen einbremsen. Aber immerhin. Jetzt müssen die Ministerien die Maßnahmen noch in Gesetze gießen, und das Parlament muss zustimmen. Die Koalition verbreitet allenthalben Optimismus. Aber auch auf der Zielgeraden kann man noch vom Weg abkommen. Jetzt ist die bislang vermisste Führungsstärke des Kanzlers gefragt. Denn ein Durchwursteln wie bisher – oder gar ein Scheitern der Reformen – würde die Regierungsparteien unvermeidlich in den Umfragenorkus führen. Vor den Landtagswahlen in Ostdeutschland wäre das fatal.

Abb. 4: Staatsschulden
(in % des BIP, 2017-2031)



Quelle: IWF, LBBW Research

Der Herbst der Reformen fiel aus

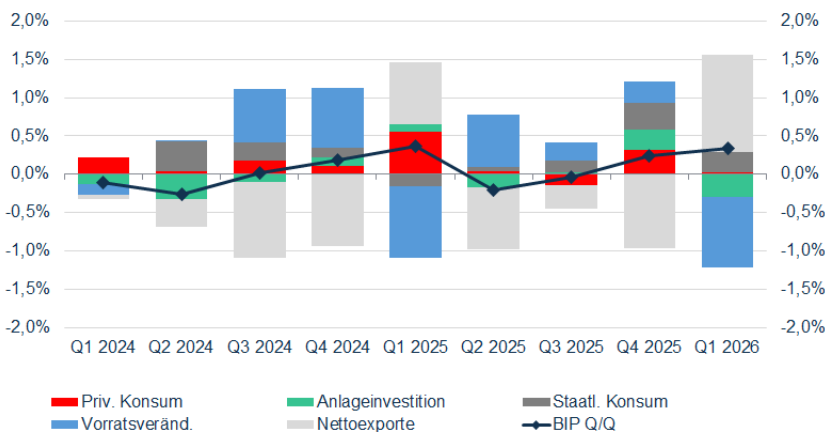
Jetzt muss der Sommer der Reformen gelingen!

Erst kein Glück und dann Pech

Gemessen an den Prognosen von vor einem halben oder einem ganzen Jahr müsste die deutsche Konjunktur unter Volldampf stehen. Das ist aber offenbar nicht der Fall. Was ist schiefgelaufen? Antwort: Eine ganze Menge. Schocks eindeutig externer Art sind die Zollpolitik der USA sowie deren negative Folgen. Im Falle Deutschlands führte dies noch im Auftaktquartal 2025 zu Vorzieheffekten der Exporte in die USA, was die deutsche Handelsbilanz vorübergehend aufpolierte, und in den folgenden drei Quartalen des Jahres 2025 zu einer Außenhandelsentwicklung, welche das BIP-Wachstum spürbar belastete.

Im ersten Quartal 2026 hat sich die Geschichte beinahe wiederholt. Der Irankrieg führte erneut zu Vorzieheffekten. Offenbar zum großen Teil aus bestehenden Vorräten erhöhten die Unternehmen nach Beginn des Krieges die Exporte (siehe Abb. 5). Folgerichtig dürften in den kommenden Quartalen die Nettoausfuhren erneut das BIP-Wachstum belasten (während die Unternehmen ihre Vorräte wohl wieder aufstocken). Es muss freilich nicht so kommen, falls die Mitte Juni geschlossene Vereinbarung zwischen den USA und Iran zu einem dauerhaften Frieden in der Region führt und dadurch eine erneute Schließung der Straße von Hormus verhindert wird.

Abb. 5: BIP-Wachstum im Quartalsvergleich und Zerlegung nach Sektorbeiträgen



Quelle: LSEG, LBBW Research

Im günstigen Fall einer erfolgreichen Vereinbarung würden vermutlich die Ölpreise weiter sinken oder doch nicht wieder steigen, die Lieferketten für weitere Rohstoffe und Vorprodukte (zur See sowie auf dem Luftweg) wären stabiler, mithin billiger, und der Rückgang der Unsicherheit wäre generell günstiger für die Investitionsbereitschaft des privaten Sektors. Das käme letztlich auch der deutschen Wirtschaft zugute. All das ist freilich eine Spekulation, die aufgehen kann, der aber ebenso rasch die Grundlage entzogen werden kann.

Härtere Fakten zur Konjunktur bieten die monatlichen Daten aus der Industrie. Dort ist das Bild uneinheitlich, aber keineswegs durchgängig trübe. Eine gewisse Stabilisierung zeigt sich in der Produktion. Bisher vorliegende Daten lassen erwarten, dass sie im dritten Quartal etwa auf dem Niveau des Vorquartals liegen dürfte. Die monatlichen Neuaufträge markierten im August 2025 ihren tiefsten Stand (83,2 Indexpunkte). Inzwischen haben sie sich, wenn auch unter Schwankungen, weiter erholt.

Auftakt ins Jahr
2026 war gut

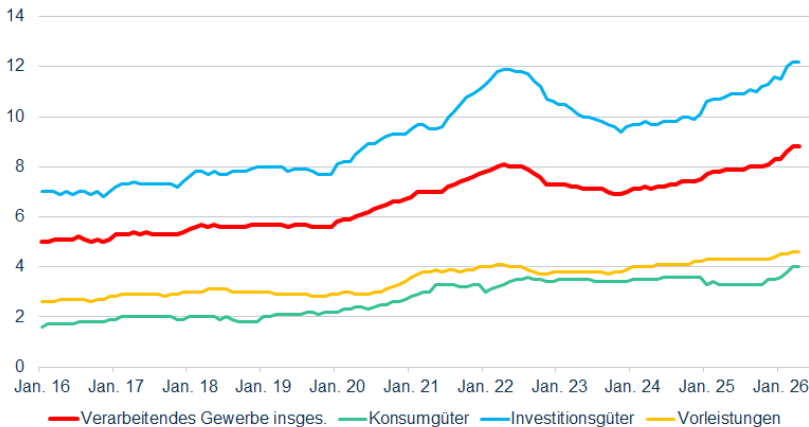
Irakrieg ist
Hauptrisiko

Ein positives
Szenario

Stabilisierung auf
niedrigem Niveau

Im April lag der Wert bei 89,1 Indexpunkten. Dabei erfolgte der stärkste Zugang an Neuaufträgen zuletzt aus dem Euroraum, während die Inlandsaufträge etwas hinterherhinkten. Der Auftragsbestand (gemessen als Reichweite der Aufträge in Produktionsmonaten, siehe Abb. 6) hat sich vor diesem Hintergrund verbessert. Fast neun Monate könnten die Unternehmen im Durchschnitt produzieren, bis die vorhandenen Aufträge abgearbeitet sind. Die Streuung zwischen den Branchen ist dabei beachtlich: In der Investitionsgüterproduktion würde es für mehr als ein Jahr reichen, bei den kurzlebigeren Konsumgütern nur für vier Monate. In beiden Fällen aber ist dies die jeweils höchste Reichweite des Auftragsbestands seit Berechnung dieser Zeitreihen.

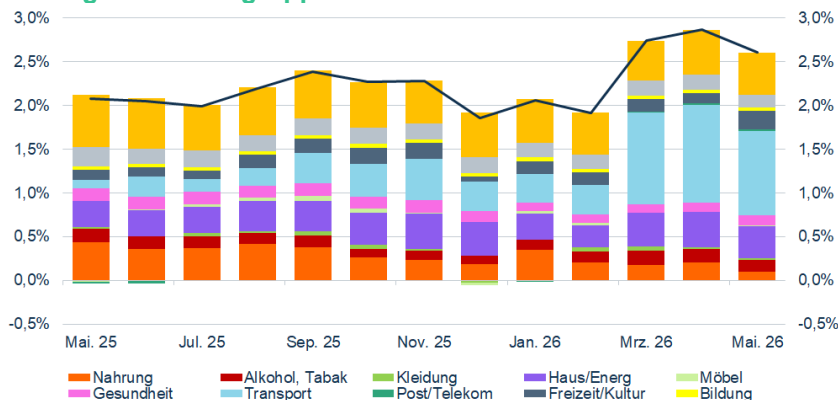
Abb. 6: Deutschland – Auftragsbestand im verarbeitenden Gewerbe in Produktionsmonaten



Quelle: LSEG, LBBW Research

Mit dem möglichen Ende des Irankrieges dürfte auch die Inflation wieder mehr in den Hintergrund rücken. Vor allem die Gruppen „Transport“, „Haushalt und Energie“ sowie „Sonstiges“ hatten zuletzt deutlicher zugelegt (siehe Abb. 7), wobei der sogenannte Tankrabatt den Anstieg für die Gütergruppe „Transport“ zwei Monate lang gebremst hat – sie enthält auch die Kraftstoffpreise.

Abb. 7: Deutschland – Verbraucherpreise im Jahresvergleich und Beiträge der Gütergruppen



Quelle: LSEG, LBBW Research

Allerdings ist in den kommenden Monaten noch mit einem Nachhall des Irankrieges zu rechnen, etwa bei Nahrungsmitteln, da auch das Angebot an Düngemitteln weltweit beeinträchtigt ist. Der Inflationsbeitrag der Nahrungsmittel dürfte daher in den kommenden Monaten steigen. Der Spielraum der Unternehmen, Kostensteigerungen auf die Verbraucher abzuwälzen, ist allerdings aktuell deutlich geringer als in der Hochinflationsphase 2022/23. Seinerzeit fiel die Aufhebung der Beschränkungen nach der Coronapandemie mit dem Beginn des Ukrainekrieges zusammen. In der Summe rechnen wir mit einer Inflationsrate von 2,7 % für das laufende Jahr und 2,3 % im kommenden Jahr.

Immerhin:
Aufträge
liegen vor

Inflation im Blick

Zweite Preiswelle
kommt erst noch

Es fehlt der rote Faden

Wirtschaftsministerin Katherina Reiche hat das Ziel der Regierung in der Energiepolitik benannt: das Zieldreieck aus Bezahlbarkeit, Versorgungssicherheit und Klimaschutz in Balance zu halten. Im Prinzip ist das gut so. Denn die Energiewende muss zwingend wirtschaftlich umsetzbar sein. Zudem braucht Deutschland als Industriestandort eine zuverlässige Energieversorgung. Und dass Klimaschutz ein ernst zu nehmendes Thema ist, haben die letzten Wochen einmal mehr bewiesen – bei extremer Hitze über ganz Europa kam vielerorts die Infrastruktur ans Limit.

Kurs der Umwelt- und Energiepolitik ist nicht konsistent

Mit einem Energiepreissenkungspaket will Berlin Unternehmen und Haushalte entlasten. Zu ihm zählen die Abschaffung der Gasspeicherumlage, der neue Bundeszuschuss zu Netzentgelten, die Senkung der Stromsteuer und die Einführung des Industriestrompreises (Abb. 8). Von den Maßnahmen profitieren insbesondere Unternehmen, denn der Bundeszuschuss zu den Netzentgelten bezieht sich nur auf das Höchstspannungsnetz – und an das sind nur die ganz großen Stromabnehmer angeschlossen. Bei kleinen Unternehmen und Haushalten kommt nur noch ein geringer Teil des Zuschusses an, dessen Mittel aus dem Klima- und Transformationsfonds (KTF) stammen. Ebenfalls aus dem KTF finanziert Berlin seit 2026 die Gasspeicherumlage – eine fossile Subvention aus einem Topf, der explizit für den Klimaschutz gedacht ist. Die entsprechende Entlastungswirkung liegt laut dem Bundeswirtschaftsministerium bis März 2027 bei 3,4 Mrd. EUR. Für das Klimaschutzprogramm 2026 bleiben so noch Mittel von 7,6 Mrd. EUR im Zeitraum 2027 bis 2030 übrig.

Das Vorgehen hat durchaus positive Aspekte: Zum einen braucht es dringend niedrigere Strompreise, um die Elektrifizierung voranzutreiben und sie vor allem wirtschaftlich attraktiver zu machen. Und die energieintensive Industrie stellt natürlich den größten Hebel dar. Derzeit liegen die Strompreise noch beim Zwei- bis Dreifachen der Gaspreise – es gibt keinen Anreiz zur Elektrifizierung. Zum anderen verpflichten sich Unternehmen, die den Industriestrompreis 2026 bis 2028 erhalten, mindestens die Hälfte der gesparten Kosten in ihre Dekarbonisierung zu investieren. Die Zuschüsse entlasten die Unternehmen spürbar, doch sie lösen nicht die strukturellen Probleme – hohe Netzkosten, fehlende Flexibilitäten und mangelnde Effizienz des Systems.

Länder stellen sich geschlossen gegen Reiches Bremskurs

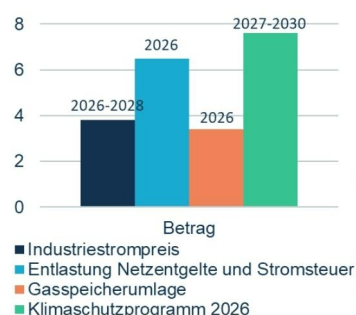
Der aktuelle Konflikt in der Energiepolitik liegt beim Ausbau der erneuerbaren Energien. Reiche will die Energiewende stärker auf Kosteneffizienz, Marktintegration und Systemeffizienz trimmen und stellt Fördermechanismen auf den Prüfstand. Auf der Agenda stehen Einschränkungen bei Dach-PV, strengere Vorgaben in Netzengpassgebieten, die Folgeregelung für das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) ab 2027 und ein langsamerer Ausbaupfad. Die Bundesregierung verspricht sich davon eine bezahlbarere und besser steuerbare Energiewende. Länder, Kommunen und Investoren befürchten hingegen weniger Planungssicherheit und einen gebremsten Ausbau von Wind, Solar, Speichern und Netzen.

Entsprechend deutlich fiel die Reaktion der Länder auf die Pläne aus: Auf der Energieministerkonferenz stellten sich alle 16 Energieminister gegen

Sabrina Kremer
Nachhaltigkeitsanalytistin
+49 711 127-74551
Sabrina.Kremer@LBBW.de

Entlang des energiepolitischen Zieldreiecks

Abb. 8: Zuschüsse je Zeitraum im Überblick
in Mrd. EUR



Quelle: EU-Kommission, Bundesregierung, Bundestag, LBBW Research

Neues EEG schafft Unsicherheit

Reiches Rückwärtsgang bei erneuerbaren Energien. Sie machten deutlich, dass Kostenkontrolle ihres Erachtens nicht zulasten von Ausbaugeschwindigkeit, Genehmigungen und Investitionssicherheit gehen darf.

Das neue Instrument des Energy Sharing illustriert diesen Konflikt. Es ist nach dem Mieterstrom eine der wichtigsten Weiterentwicklungen für die dezentrale Energiewende. Seit Juni 2026 können Anlagenbetreiber erneuerbaren Strom über das öffentliche Netz zu frei verhandelbaren Preisen an vertraglich gebundene Abnehmer weitergeben. Das macht Anlagen attraktiver, kann Netze effizienter auslasten und ermöglicht auch Haushalten, die keine eigene PV-Anlage installieren können, günstigen erneuerbaren Strom zu beziehen. Der Widerspruch dabei: Die Bundesregierung schafft ein attraktives Instrument für mehr Bürgerenergie und regionale Teilhabe. Sinnvoll ist es aber nur, wenn der Ausbau erneuerbarer Energien verlässlich weitergeht.

Versorgungssicherheit und Gebäudemodernisierung

Klar ist aber auch: Mit Erneuerbaren allein lässt sich die Stromversorgung auch in Zukunft nicht jederzeit absichern. Es braucht steuerbare Kapazitäten, die flexibel einspringen können, das Netz stabilisieren und Dunkelflauten überbrücken. Perspektivisch wird der Strombedarf steigen. Gleichzeitig gehen bis 2038 rund 22 GW Kohlekraftwerkskapazität vom Netz (siehe Abb. 9). Die Kraftwerksstrategie soll daher den Zubau wasserstofffähiger Gaskraftwerke anreizen. Da diese Anlagen künftig nur wenige Stunden im Jahr laufen werden, erhalten Betreiber eine Vergütung für die vorgehaltene Kapazität – nicht wie üblich für den produzierten Strom. Das kann die Systemkosten erhöhen und Strom perspektivisch verteuern. Umso wichtiger ist, den Ausbau solcher Langfristkapazitäten sorgfältig abzuwägen. Speicher berücksichtigt die Strategie zwar, mit einem Ausschreibungsvolumen von maximal 2 GW bei insgesamt 11 GW steuerbarer Kapazität in diesem Jahr bleiben sie aber eher eine Randnotiz. Dabei kommen die Speicher täglich netzdienlich zum Einsatz: Sie nehmen Stromüberschüsse auf und speisen sie bei Knappheit wieder ins Netz – ohne teure Brennstoffe. Eine vermeintliche Technologieoffenheit, die faktisch vor allem neue Gaskraftwerke begünstigt, könnte Stromkundinnen und -kunden langfristig teuer zu stehen kommen.

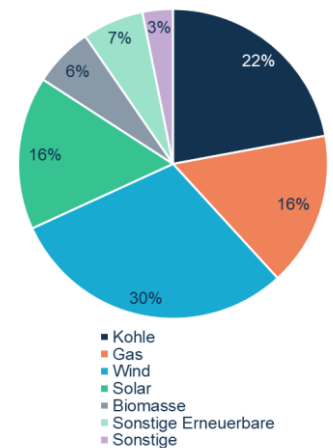
Einen Konflikt gibt es dabei auch mit dem Gebäudemodernisierungsgesetz: Es eröffnet neue Nutzungspfade für Gas- und Ölheizungen, sofern sich die Brennstoffe schrittweise durch biogene Energieträger ersetzen lassen. Damit entsteht ein Zielkonflikt. Denn Biogas, Biomethan und E-Fuels sind knappe Ressourcen, die an anderer Stelle besonders wertvoll sein können – gerade als flexible Alternative zu konventionellen Gaskraftwerken oder für den industriellen Einsatz. Aktuell liegt der Anteil von Biogas und -methan im Strommix bei etwa 6 %. Werden sie stärker im Gebäudesektor gebunden, fehlen sie dort, wo sie zur Versorgungssicherheit beitragen könnten. Die Kernfrage lautet daher: Setzen die angedachten Maßnahmen wirklich dort Anreize für Biogas, E-Fuels, Speicher, Flexibilität und Effizienz, wo diese systemisch den größten Nutzen stiften?

Fazit

Die Strategie der Bundesregierung wirkt nicht durchgängig konsistent. Zwar ist der Grundgedanke richtig: Die Energiewende muss wirtschaftlich tragfähig bleiben, um ihre gesellschaftliche Akzeptanz zu sichern. Doch zugleich fehlt es Berlin offenbar an Mut oder Willen, fossilen Energieträgern wie Gas und Öl konsequent den Rücken zu kehren. Gleichzeitig ist die Aufgabe anspruchsvoll: Denn Versorgungssicherheit über die kommenden 20 Jahre zu gewährleisten, ist schwer planbar, wenn belastbare Erfahrungen mit einem neuen Energiesystem fehlen. Die 16 Energieminister der Länder haben mit ihrem entschlossenen Einschreiten die Route vorerst neu berechnet.

Kein klarer Kurs, kein Konsens

Abb. 9: Nettostromerzeugung 2025 in %



Quelle: Destatis, LBBW Research

Effizienz sollte über Verwendung entscheiden

06 | Zinsen

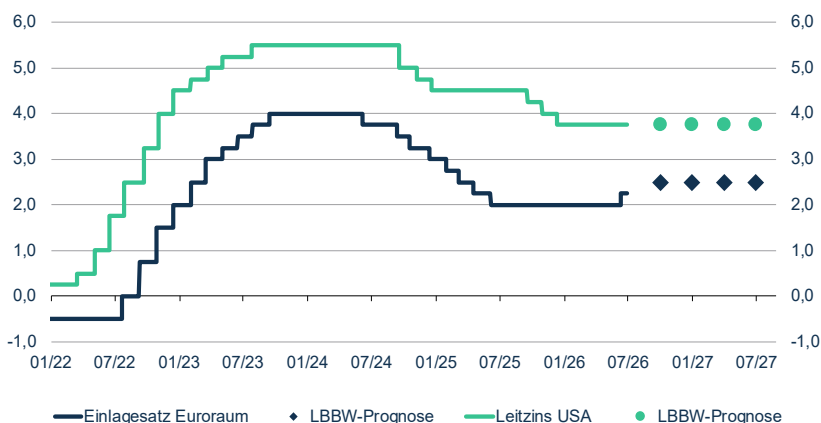
Die EZB geht voran

Der Irankrieg hat die geldpolitischen Pläne der großen Notenbanken im ersten Halbjahr 2026 durcheinandergewirbelt. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat ihren Zinssenkungskurs ausgesetzt. Sie macht zudem keine Anstalten, ihn in absehbarer Zeit wiederaufzunehmen. Die Währungshüter im Euroraum steuerten zu Jahresbeginn noch auf eine ausgedehnte Phase unveränderter Leitzinsen zu. Der Energiepreisschock wegen der monatelangen Schließung der Straße von Hormus bewog die EZB indes dazu, ihren Einlagesatz im Juni um 25 Basispunkte auf 2,25 % anzuheben.

Wechsel an der Fed-Spitze löst Unsicherheit aus

Der Leitzinsabstand zwischen den USA und dem Euroraum hat sich damit seit Jahresbeginn verringert. Wir erwarten, dass sich diese Entwicklung im zweiten Halbjahr fortsetzt. Die US-Notenbank dürfte sich unter ihrem neuen Chef Kevin Warsh zwar weiterhin den vehementen Forderungen von Präsident Trump widersetzen, den Leitzins erneut zu senken. Mit Blick auf die zunehmende Gefahr einer anhaltend hohen Inflation werden die Währungshüter wohl einstweilen darauf verweisen, dass ihre Geldpolitik bereits leicht restriktiv wirke, also wirtschaftlich bremse. Wir gehen daher von einem unveränderten Fed-Leitzinskorridor von 3,50 % bis 3,75 % bis Jahresende 2026 aus (siehe Abb. 10). Dabei gilt: Inzwischen ist eine Zinserhöhung wahrscheinlicher als eine Senkung, da der US-Arbeitsmarkt zuletzt unerwartet positive Signale gesendet hat. Eine Quelle der Unsicherheit ist, wie stark Warsh dem Kurs der Fed seinen Stempel aufdrücken wird. Er hat „Reformen“ angekündigt, ohne spezifischer zu werden, und er gilt als Verfechter einer schlankeren Fed-Bilanz. Ein größeres Programm zum Abbau der noch immer gewaltigen Anleihebestände halten wir aber einstweilen für wenig wahrscheinlich.

Abb. 10: Leitzinsen und Prognosen



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EZB vor zwei weiteren Zinserhöhungsschritten

Dass die EZB mit einer geldpolitischen Straffung vorgeprescht ist, führen wir auf zwei Faktoren zurück. Zum Ersten stehen Europas Notenbanker unter Druck, ihre Rolle als Inflationsbekämpfer zu untermauern, da sie

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

Zinsabstand
zwischen USA
und Euroraum
schwindet

Fed-Leitzins
bleibt
unverändert

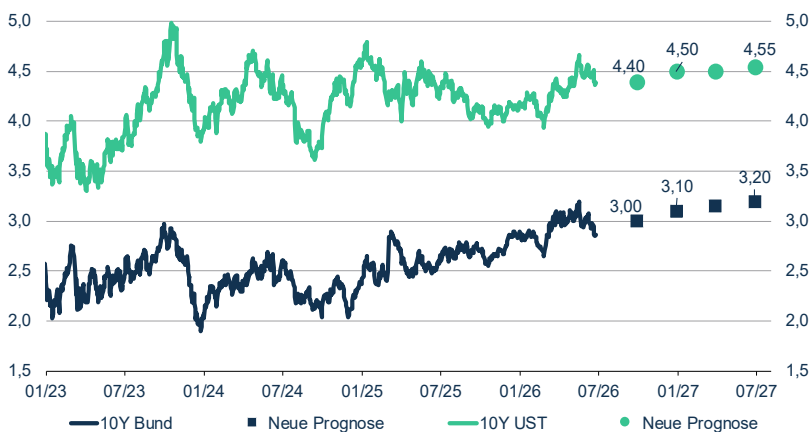
EZB steht stärker
unter Druck

in der Inflationskrise 2022/23 anfänglich ausgesprochen zögerlich agiert haben. Zum Zweiten ist Europa anfälliger als die USA für die Folgen des Irankriegs – inklusive drohender Verwerfungen in den globalen Lieferketten. Die Anzahl weiterer EZB-Leitzinsschritte hängt vor allem davon ab, in welchem Ausmaß in den kommenden Monaten Zweitrundeneffekte des Energiepreisschocks zu Tage treten. Wir gehen derzeit davon aus, dass die Währungshüter ihren Einlagesatz bis Jahresende 2026 ein weiteres Mal um 25 Basispunkte anheben werden. Bei 2,50 % dürfte der Satz seinen Gipfel erreichen, da wachsende Konjunkturrisiken gegen eine noch stärkere oder zügigere Straffung sprechen (siehe Abb. 10).

Langfristzinsen: Auf die Schulden achten!

Die Rentenmarktteilnehmer haben ihre Leitzinserwartungen im ersten Halbjahr beiderseits des Atlantiks deutlich angehoben. Vor allem im kurzen Laufzeitbereich zogen die Anleiherenditen kräftig an, bevor das vorläufige USA-Iran-Abkommen eine Gegenbewegung auslöste. Das Potenzial für eine Kurserholung im zweiten Halbjahr hängt stark davon ab, ob sich die Lage in der Straße von Hormus nachhaltig normalisiert. Falls die EZB mit ihren Leitzinsanhebungen im Rahmen unserer Erwartungen bleibt, stufen wir die Gefahr eines erneuten Kursschocks am EUR-Rentenmarkt zwar als begrenzt ein.

Abb. 11: Staatsanleiherenditen und Prognosen



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Mit Blick auf länger laufende Anleihen raten wir aber weiterhin zu Zurückhaltung. Das drängende Thema des weltweit anhaltenden Staatsschuldenanstiegs ist zuletzt etwas aus dem Blick geraten, da geopolitische Faktoren die Diskussion dominierten. Die negativen wirtschaftlichen Folgen des Irankrieges einerseits und die direkten Kriegskosten andererseits drohen jedoch, die Löcher in den staatlichen Haushalten zusätzlich zu vergrößern. Wir halten es daher für wahrscheinlich, dass die Laufzeitprämien für langlaufende Staatstitel mittelfristig erneut steigen werden, um das wachsende Verschuldungsrisiko zu kompensieren.

Am US-Staatsanleihemarkt kommt überdies die bereits erwähnte Unsicherheit hinzu, die mit dem Wechsel an der Fed-Spitze verbunden ist. Vor diesem Hintergrund halten wir es aktuell für plausibel, dass sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen mittelfristig in einer Spanne zwischen 3 % und 3,5 % bewegen wird. Für 10-jährige US-Staatstitel gehen wir von einer Spanne zwischen 4,5 % und 5 % aus. Rücken die Renditen in die obere Hälfte der genannten Korridore vor, kann sich ein opportunistisches Zugreifen aus Anlegersicht durchaus lohnen (siehe Abb. 11).

Einlagesatz erreicht Gipfel bei 2,50 %

Folgen des Nahost-Konflikts weiter im Fokus

Schuldensorgen könnten erneut zunehmen

US-Dollar glänzt im alten Schein

Die Nettozinszahlungen der US-Bundesregierung übertreffen mittlerweile ihre Verteidigungsausgaben. Daher sehen einige Historiker den Großmachtstatus der USA und damit auch die Rolle des US-Dollar als Weltleitwährung in Gefahr. Es kommt erschwerend hinzu, dass die gesellschaftliche Spaltung des Landes die Fähigkeit zur fiskalischen Kurskorrektur beeinträchtigt. Der Anteil des US-Dollar an den weltweiten Reserven ist gesunken. Auffällig ist dabei, dass davon andere große Währungen wie Euro oder Yen nicht profitieren konnten, wohl aber Gold. Die Stellung des US-Dollar als die dominierende Welthandelswährung ist ungebrochen. Es mangelt an einer Alternative. Der Euroraum ist ein Währungsgebiet ohne gewachsene Solidargemeinschaft. Der chinesische Renminbi ist nicht voll konvertierbar, zudem ist Rechtsstaatlichkeit in seinem Währungsraum nicht gewährleistet. Daher fungiert der US-Dollar in Krisenzeiten weiterhin als sicherer Hafen, wie sich jüngst wieder nach dem Ausbruch des Irankrieges zeigte. Die US-Währung gewann an Wert, obgleich der US-Renditevorteil (siehe Abb. 12) zeitweilig abnahm. Zwei Argumente sprechen nun für eine Euro-Erholung. Erstens gehen wir davon aus, dass die Straße von Hormus spätestens im Spätsommer wieder in größerem Ausmaß passierbar sein wird und sich daher die im Zuge des Irankrieges erfolgten Umschichtungen in den US-Dollar umkehren sollten.

Abb. 12: Transatlantik-Spread – Renditedifferenz zwischen Staatsanleihen der USA und des Euroraums



Quelle: LSEG, LBBW Research

Zweitens wird die EZB nach unserer Prognose ihren Einlagesatz im September 2026 um einen Viertelprozentpunkt erhöhen, während die US-Notenbank bis Mitte 2027 keine Änderung ihres Leitzinses vornehmen sollte (vergleiche Kapitel 6). Angesichts dessen erwarten wir, dass der Euro bis Ende 2026 auf 1,18 US-Dollar aufwerten wird.

Pfund Sterling: Strukturschwäche beiderseits des Kanals

Seit dem Brexit wird Großbritannien im übrigen Europa oft als wirtschaftlicher und politischer Problemfall wahrgenommen. Diskussionen über marode Infrastruktur, geringes Produktivitätswachstum, lange Wartezei-

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

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

Dr. Katja Müller
Senior Economist
+49 711 127-42106
Katja.Mueller@LBBW.de

Es mangelt an
einer Alternative
zum US-Dollar

Fed pausiert
bis Mitte 2027

ten im Gesundheitssystem, Migration und gesellschaftliche Polarisierung prägen das Bild des Landes. Doch viele dieser Debatten finden inzwischen ebenso in Deutschland und anderen Staaten des Euro-Währungsgebietes statt. Der britische Premierminister Keir Starmer kämpfte nach einer herben Schlappe seiner Arbeiterpartei bei den Regional- und Kommunalwahlen vergeblich um sein politisches Überleben. Doch auch Emmanuel Macron und Friedrich Merz verzeichnen derzeit sehr geringe Zustimmungswerte. In Großbritannien, aber auch in Frankreich und Deutschland haben rechtspopulistische Parteien Zulauf. Zudem sind die Wachstumsperspektiven für beide Währungsräume ähnlich mau. Nach unserer Prognose werden sowohl Großbritannien als auch der Euro-Raum im kommenden Jahr mit einer Rate von lediglich etwas über ein Prozent wachsen. Der Renditevorteil von britischen Staatsanleihen gegenüber ihren Pendanten aus Deutschland wird nach unserer Prognose zwar abnehmen. Dem steht jedoch gegenüber, dass der Euro nach unseren Berechnungen der Kaufkraftparität gegenüber dem Pfund Sterling deutlich überbewertet ist. Im Ergebnis erwarten wir eine Seitwärtsbewegung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling.

Abb. 13: Euro in Pfund Sterling (mit gleitenden Durchschnitten)



Quelle: LSEG, LBBW Research

Auf längere Sicht Abwertung des Frankens zu erwarten

Zunächst dürfte der Status des Schweizer Frankens als sicherer Hafen angesichts der globalen Unsicherheit bestimmend sein und die Frankenstärke entsprechend anhalten. Längerfristig rechnen wir damit, dass wieder andere Faktoren in den Vordergrund treten, zumal die Schweizer Währung auf einem historisch starken Niveau notiert. Der Zinsnachteil gegenüber der Gemeinschaftswährung sollte weiter zunehmen. Das spricht für einen schwächeren Franken zum Euro. Auf längere Frist erwarten wir daher eine Abschwächung des Frankens. Die Parität wird auf absehbare Zeit aber wohl außer Reichweite bleiben.

Bank of Japan stützt den Yen

Aktuell lastet die Erwartung möglicherweise sogar wieder steigender Leitzinsen in den USA auf der japanischen Währung. Sie hat zu einer nachhaltigen Yen-Schwäche geführt. Nachdem die jüngsten Devisenmarktinterventionen zur Stützung des Yen gegenüber dem US-Dollar keinen Erfolg gebracht hatten, erhöhte die japanische Notenbank nun vor kurzem endlich den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,00 % und kündigte an, die Zinsen weiter anzuheben. Nach der langen Schwächeperiode dürfte dies dem Yen mittelfristig wieder etwas Auftrieb gegenüber dem US-Dollar und auch dem Euro geben.

**Geringes
Wachstum auf
beiden Seiten**

**Derzeit Franken
als sicherer
Hafen begehrt**

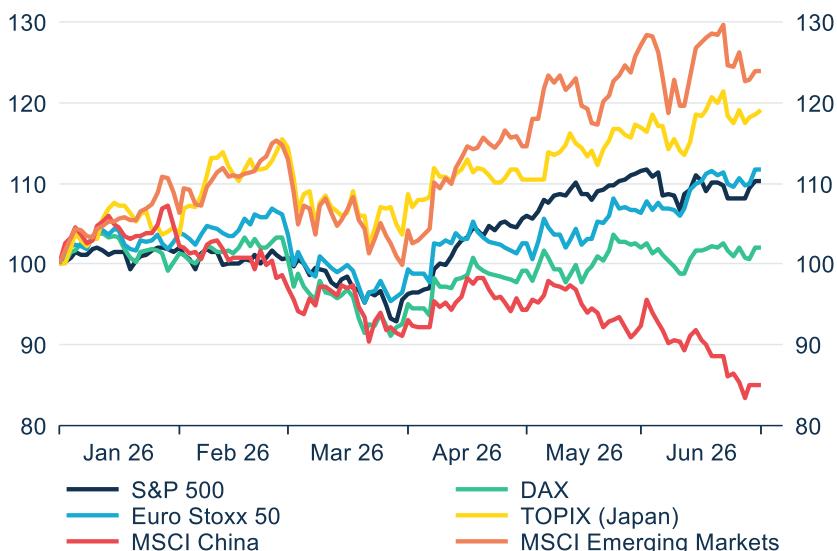
**BoJ strebt
festeren Yen an**

08 | Aktien

KI-Phantasie schlägt Geopolitik

Geostrategisch haben die USA am Persischen Golf ein Debakel erlebt und kämpfen nun darum, den Status quo ante wiederherzustellen. Auf dem Feld der Künstlichen Intelligenz stehen die Vereinigten Staaten hingegen an der Spitze der Entwicklung, und dieses Thema hat es den Börsen im ersten Halbjahr erlaubt, die aus dem Krieg resultierenden Belastungen zu überspielen. Im zweiten Quartal zog die KI-Hausse in ihrem Sog immer mehr Aktien nach oben, die direkt oder indirekt von Bau und Ausrüstung der gewaltigen Rechenzentren profitieren können oder könnten: Halbleiter und deren Produktion, Stromversorgung, Vernetzung, Spezialmaterialien ... Auf uns wirkt das wie das Schlussfeuerwerk der KI-Hausse. Parallelen zur Entwicklung um das Jahr 2000 sind nicht zu übersehen. Damals steckte die Hälfte der europäischen Marktkapitalisierung in Titeln mit Bezug zum Mobilfunk, und an der Wall Street stürzten sich die Anleger auf alles, was mit Computern und dem Internet zu tun hatte. Diese Einseitigkeit war ein klares Alarmzeichen. Doch heute hat die Konzentration des Börsenwertes auf wenige Titel nochmals eine neue Dimension erreicht: 40 % des S&P 500 stecken in den zehn größten Werten (siehe Abb. 15). Auch wenn die Künstliche Intelligenz dabei ist, das Wirtschaftsleben zu durchdringen – mit einer Abbildung der Volkswirtschaft durch die Börse hat das nicht mehr viel zu tun.

Abb. 14: Aktienmärkte seit Jahresbeginn
indexiert auf 100, in jeweiliger Währung



Quelle: LSEG, LBBW Research

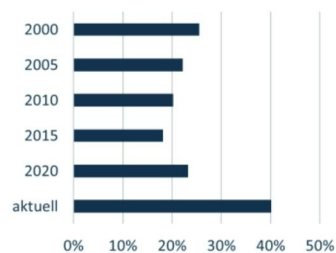
KI-Investitionen als große Wette auf die Zukunft

Bislang konnten die Protagonisten des KI-Booms ertragsmäßig die Markterwartungen im Großen und Ganzen erfüllen. Die IT-Riesen stehen sogar für den größten Teil des Gewinnwachstums der US-Unternehmen. Allerdings stammen ihre Gewinne nur zum kleineren Teil aus KI-Anwendungen. Das meiste verdienen sie in Bereichen wie Internetwerbung und digitalen Dienstleistungen. Der gewaltige Kapazitätsaufbau stellt also eine Wette auf die Zukunft dar, die nur dann aufgeht, wenn

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

KI-Hausse zieht immer weitere Kreise

Abb. 15: Anteil der Top-10-Aktien am S&P 500
in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

Rentabilität der KI-Investitionen mit Fragezeichen

Rechenleistung ein knappes Gut bleibt. Betriebswirtschaftlich müssen die immensen Investitionen relativ schnell abgeschrieben werden, was die Bilanzen belasten wird. Und mit ihrer extremen Nachfrage haben die großen Betreiber die Preise für Chips und Prozessoren in die Höhe getrieben, was sich in einer starken Performance der Schwellenländerindizes widerspiegelt. Im MSCI Emerging Markets sind die Börsen von Südkorea und Taiwan mit ihren Halbleiterindustrien hoch gewichtet.

Konsolidierung voraus

Im Verlauf des Irankriegs gewannen die Anleger ziemlich schnell ihre Zuversicht zurück. Schon nach dem Waffenstillstand ging es bergauf mit den Kursen, und als die Führungen der USA und Irans sich auf ihr Memorandum verständigten, hakten die Börsen das Kriegsthema ab. Nun kann es aus dieser Richtung allerdings keine positiven Überraschungen mehr geben. Das gilt für die Konjunktur, die geopolitische Konstellation und die Zinsseite. Die Signale stehen nicht mehr auf Senkung, sondern auf Erhöhung. Da die Unternehmen die KI-Investitionen zunehmend über Fremdkapital statt aus den Cashflows finanzieren, verbirgt sich in einer Verknappung des Kapitals eine Gefahr für den Boom. Und auch auf der Eigenkapitalseite verschlechtert sich die Relation zwischen Nachfrage und Angebot. Mit SpaceX ist die erste Mega-Emission erfolgreich über die Bühne gegangen, als Nächstes stehen die KI-Konzerne Anthropic und OpenAI in den Startlöchern. Um diese hohen Milliardenbeträge zu platzieren, bedarf es frischen Kapitals, und nach Ablauf der Haltefristen dürften weitere Aktienpakete in noch größerem Volumen auf den Markt kommen.

Selektiv Gewinne mitnehmen

Das Chance-Risiko-Verhältnis an den Börsen hat sich also deutlich verschlechtert. Eine Korrektur in Zeitpunkt und Ausmaß korrekt vorhersagen zu wollen, erscheint allerdings vermessen. Wir würden daher selektiv Gewinne mitnehmen, und Aktien tendenziell untergewichten. An den Börsen gibt es erste Anzeichen für einen Favoritenwechsel: Das Kapital fließt aus den hoch gewichteten Stars wieder stärker in die Breite des Marktes. Die oben dargestellte Polarisierung dürfte sich wieder nivellieren. Selektivität bleibt aber Trumpf: Aussichtsreich erscheinen uns die Finanzbranchen sowie defensive Sektoren wie Telekommunikation und Gesundheitswesen. Die ertragsstarken Werte der Öl- und Gasbranche können als Absicherung gegen ein Wiederaufflammen des Irankonfliktes dienen.

Eine Korrektur der KI-Hausse träfe die USA stärker als Europa, weshalb wir die Alte Welt präferieren. Zudem sind die heimischen Märkte weitaus niedriger bewertet. Gewinne mitnehmen würden wir auch am stark gestiegenen japanischen Markt, der ebenfalls vom Boom der Chipindustrie profitierte. An den Schwellenmärkten (außerhalb Chinas) würden wir hingegen festhalten. Dort besteht nach jahrelanger Underperformance (siehe Abb. 14) die Chance auf eine grundlegende Neubewertung, auch aus geopolitischer Sicht. Die dazu zählenden Volkswirtschaften zeigen weiterhin überdurchschnittliches Wachstum. Stark gelaufen sind lediglich die Börsen von Südkorea und Taiwan, andere Märkte wie Indien sind hingegen zurückgeblieben.

Nun wird die
Liquidität knapper

Favoritenwechsel
zeichnet sich ab

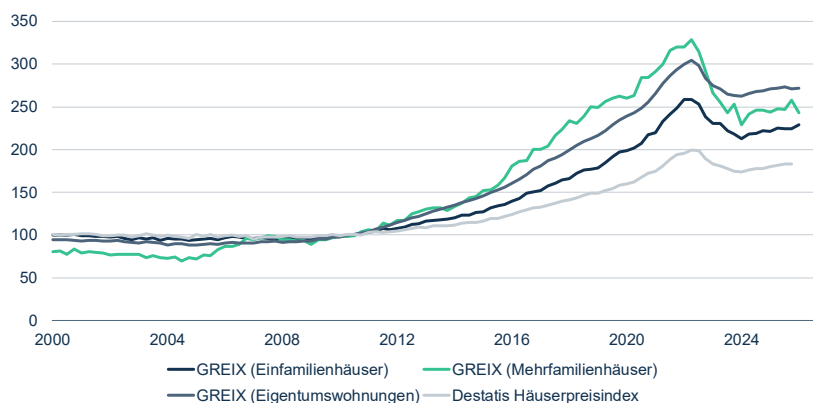
Schwellenmärkte
bieten weiter
Chancen

Erholung mit Vorbehalten

Die Preise am Wohnimmobilienmarkt sind auch zu Beginn des laufenden Jahres weiter gestiegen. Das Momentum ließ zuletzt jedoch deutlich nach. Insgesamt bleibt der Markt im Aufschwung, hat jedoch mit wieder schwächeren Rahmenbedingungen zu kämpfen.

Die Entwicklung der Häuserpreise unterschied sich dem German Real Estate Index (GREIX, siehe Abb. 16) zufolge in den zurückliegenden Jahren deutlich je nach Segment. Eines verbindet alle Sektoren im Wohnimmobilienbereich: Das jeweilige zyklische Hoch vom Beginn des Jahrzehnts liegt noch in weiter Ferne (Abb. x). Bei Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern fehlen aktuell noch 11 und 12 % bis zu den jeweiligen Höchstständen. Bei Mehrfamilienhäusern beträgt der Abstand sogar 26 %. Dieses Segment ist jedoch in der Kurzzeitbetrachtung weniger aussagekräftig, weil seine Stichprobengröße relativ klein ist. Insgesamt trieben zuletzt vor allem die Einfamilienhäuser die Preisentwicklung. Bei den Eigentumswohnungen ließ die Dynamik deutlich nach. Wir bleiben zwar für das laufende Jahr bei unserer Prognose eines Preisanstiegs von 3 bis 4 %. Allerdings spricht die aktuelle Dynamik eher für eine Entwicklung am unteren Rand der Spanne.

Abb. 16: German Real Estate Index (GREIX)
(2010 = 100)



Quelle: Destatis, ECONtribute, IfW, LBBW Research

Wohnungsnot bleibt bestehen

Speziell auf der Finanzierungsseite besteht aktuell kaum Hoffnung auf eine schnelle Rückkehr zu den Vorkrisenniveaus. In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres erhöhte sich das Volumen neuer Wohnungsbaukredite gerade einmal um 1,5 % gegenüber dem Vergleichszeitraum im Vorjahr. Dass sich hier überhaupt ein Anstieg verzeichnen ließ, liegt an einem ungewöhnlich starken Anstieg im März. Mehr als 24 Mrd. Euro markierten einen monatlichen Höchststand seit fast vier Jahren (Abb. 17). Zu vermuten steht, dass viele private Haushalte eine Torschlusspanik erfasste: Der Ausbruch des Irankriegs trieb die Preise vieler Güter und Dienste. Vor diesem Hintergrund galt es, sich vermeintlich noch niedrige Zinsen zu sichern.

Benedikt Horwedel
Junior Analyst
Benedikt.Horwedel@LBBW.de

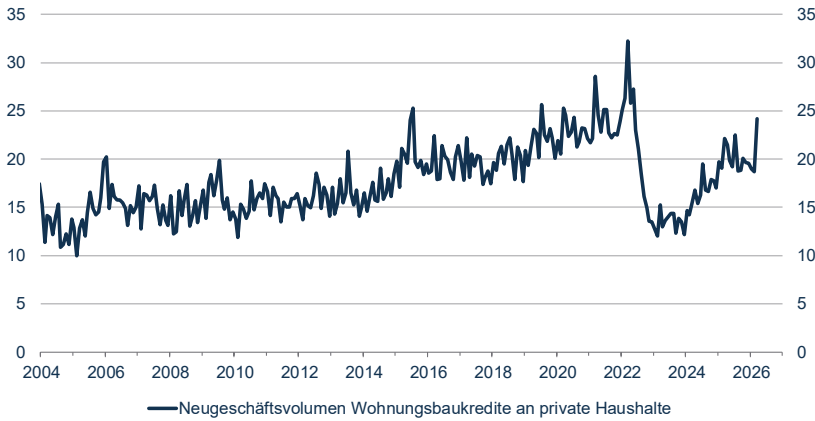
Immobilienpreise steigen weiter

Preise, Wohnimmobilien:
Rückgang vom jeweiligen zyklischen Höhepunkt bis zum ersten Quartal 2026

EFH	MFH	ETW
-12 %	-26 %	-11 %

Kaum Wachstum bei neuen Wohnungsbaukrediten

Abb. 17: Wohnungsbaukredite an private Haushalte
(Neugeschäft in Mrd. Euro pro Monat)

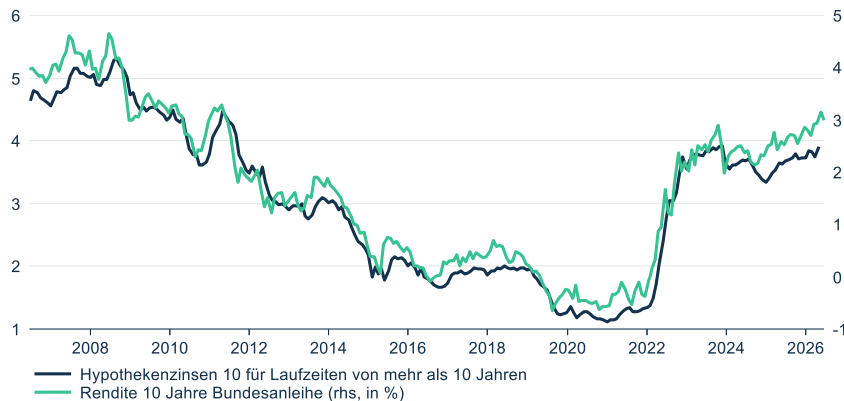


Quelle: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Zinsen steigen weiter

Die Schwierigkeiten auf der Refinanzierungsseite spitzen sich weiter zu. Schon im Verlauf des vergangenen Jahres stellte sich bei vielen die Gewissheit ein, dass die Bauzinsen nicht so bald zu den niedrigen Vorcoronaniveaus zurückkehren werden. Mittlerweile kann es schon als Erfolg gelten, wenn die Zinsen auf dem aktuellen Niveau verharren. Im Zuge einer expansiven Fiskalpolitik im Euroraum – nicht zuletzt auch in Deutschland – stiegen die Coupons für Staatsanleihen im Jahresvergleich deutlich. Erfahrungsgemäß orientieren sich die Bauzinsen sehr eng an den Bundesanleihen (siehe Abb. 18). Wir gehen davon aus, dass die Zinsen das aktuelle Niveau auf Sicht nicht unterschreiten werden. Ein Bauzins über 4 % bleibt fürs Erste die Normalität.

Abb. 18: Effektive Zinssätze für Wohnungsbaukredite im Vergleich zur Rendite Bundesanleihe, zehn Jahre Laufzeit
(in %, volumengewichteter Durchschnittssatz)



Quelle: Bundesbank, LSEG, LBBW Research

Gewerbeimmobilien weiterhin stark angeschlagen

Der Markt für Gewerbeimmobilien in Deutschland ringt bereits seit längerem um eine Stabilisierung. Das gelingt ihm nicht überzeugend. Zwar weisen die Mieten im Gewerbebereich und die Preise für Gebäude und Liegenschaften nicht mehr durchgängig abwärts; an der Oberfläche sind sogar Aufwärtstendenzen auszumachen. Dabei prägen aber Entwicklungen in ausgewählten Untersegmenten und in eng begrenzten Regionen das Bild. Hinzu kommt, dass sich die Wolken in den zurückliegenden Wochen verdunkelt haben: Der Irankrieg hat gerade für die Logistikbranche die Wirtschaftsperspektiven noch einmal eingetrübt.

Mehr dazu im aktuellen Immobilien Quarterly der LBBW.

2026: Starker März rettet das erste Quartal

Zinsen: Vorerst keine Erholung in Sicht

Bundesanleihen treiben Bauzins

Dauerkrise bei deutschen Gewerbeimmobilien

Ölpreise mit sehr hoher Volatilität

Der Irankrieg hat ab Ende Februar zu einer kräftigen Hausse bei den Ölpreisen geführt. Die Sperrung der Straße von Hormus löste erhebliche Störungen beim Ölangebot aus. Entsprechend kletterte der Preis für Brent innerhalb weniger Wochen um rund 50 USD auf den höchsten Stand seit Mitte 2022. Mit der Annäherung der Kriegsparteien und der Hoffnung auf eine baldige Normalisierung des Ölhandels fiel der Preis im Juni aber ebenso schnell wieder zurück (Abb. 19).

Dr. Frank Schallenger
Leiter Rohstoffresearch
+49 711 127-77436
Frank.Schallenger@LBBW.de

Abb. 19: Irankrieg löst vorübergehend Öl-Hausse aus



Brent kletterte im März fast bis auf 120 USD

Quelle: LSEG, LBBW Research

Hohes Angebotsdefizit im zweiten Quartal

Von Ende Februar bis Ende Mai brach das Ölangebot um rund 13,5 Mio. Barrel pro Tag (mbpd) ein. Obwohl durch die Straße von Hormus in der Regel rund 20 mbpd Öl und Ölprodukte transportiert werden, setzten einige Effekte ein, die den Angebotsausfall begrenzt. So gingen einige Golfanrainer dazu über, alternative Routen für den Export zu nutzen. Zudem stiegen die Ölexporte aus Ländern wie den USA, Kasachstan, Russland oder Brasilien. Und schließlich hat die Freigabe strategischer Reserven (400 mb) durch die IEA-Mitgliedstaaten im März die Lage am Ölmarkt etwas entspannt. Unter dem Strich dürfte das Ölangebot im zweiten Quartal bei etwa 94,5 mbpd gelegen haben. Allerdings ist auch die Ölnachfrage seit Kriegsausbruch deutlich gesunken. Im zweiten Quartal 2026 dürfte der Ölverbrauch gegenüber 2025 um rund 5 mbpd auf knapp 99 mbpd gefallen sein. Damit ergibt sich für das zweite Quartal ein Angebotsdefizit am Ölmarkt von gut 4 mbpd.

Ölangebot fällt auf den tiefsten Stand seit fünf Jahren

Ausblick: Angebotsüberschuss ab dem vierten Quartal

Die Ölnachfrage wird 2026 infolge der Einsparmaßnahmen im Zuge des Irankriegs sowie der schwachen Weltkonjunktur gegenüber dem Vorjahr voraussichtlich um durchschnittlich 0,9 mbpd auf etwa 103,5 mbpd fallen. Das Angebot wird aber wegen der mehrmonatigen Sperrung der

Straße von Hormus um fast 4 mbpd auf gut 102 mbpd sinken. Im zweiten Halbjahr 2026 dürfte sich die Ölnachfrage wieder erholen und gegenüber dem ersten Halbjahr um rund 4 mbpd steigen. Das Angebot wird aber voraussichtlich mit einem Plus von 6,5 mbpd gegenüber der ersten Jahreshälfte noch deutlich stärker zulegen. Für das Schlussquartal des Jahres 2026 rechnen wir wieder mit einem Angebotsüberschuss am Ölmarkt, der sich 2027 noch stärker ausweiten dürfte. Brent hat vor diesem Hintergrund kaum Aufwärtspotenzial. Mitte 2027 dürfte der Preis bei 70 USD/Barrel notieren.

Irakkrieg stoppt Gold-Hausse

Der Goldpreis hat im Januar 2026 mit fast 5.600 USD einen neuen Rekord aufgestellt. Anschließend brachte der Irakkrieg starken Gegenwind für das Edelmetall (Abb. 20). Denn zum einen hat der Krieg die Energiepreise heftig steigen lassen, was höhere Inflationserwartungen auslöste und damit künftige US-Zinssenkungen unwahrscheinlicher machte. Zum anderen ist die Risikoaversion der Marktteilnehmer gestiegen, so dass sie Gold-Investments zugunsten einer höheren Liquidität auflösten. Und schließlich hat der US-Dollar seit Kriegsbeginn aufgewertet – was Goldkäufe außerhalb des US-Währungsgebiets verteuerte.

Abb. 20: Gold erreicht Allzeithoch im Januar



Quelle: LSEG, LBBW Research

Ausblick: Aufwärtstrend noch nicht am Ende

Die Aufhebung der Blockade der Straße von Hormus ist die Voraussetzung dafür, dass Gold erneut in einen Aufwärtstrend einschwenkt. Denn mit sinkenden Energiepreisen und abnehmenden Inflationssorgen sollte sich die Stimmung für Gold wieder deutlich verbessern. Für steigende Goldpreise sprechen auch die solide Nachfrage nach Münzen und Barren, die wenig dynamische Angebotsseite am Goldmarkt, eine wahrscheinliche Abwertung des US-Dollars und nicht zuletzt die steigende Goldnachfrage durch Kryptowährungen. Allerdings dürften die bereits chronisch schwache Schmucknachfrage und die relative Zurückhaltung der Notenbanken bei der Aufstockung ihrer Goldbestände die Dynamik des Goldanstiegs in den kommenden Monaten bremsen. Die US-Politik bleibt ein Unsicherheitsfaktor und wird vermutlich auch weiterhin für die eine oder andere Überraschung an den Märkten sorgen – das Edelmetall sollte damit weiterhin als sicherer Hafen gefragt bleiben. Vor diesem Hintergrund dürfte Gold auf dem aktuellen Niveau wieder Potenzial nach oben haben.

2027 ist relativ hoher Angebotsüberschuss wahrscheinlich

Gold mittlerweile mehr als 25 % unter dem Allzeithoch

Prognose zur Jahresmitte 2027: 4.600 USD pro Unze Gold

LBBW Prognosen

Konjunktur					
in %		2024	2025	2026e	2027e
Deutschland	BIP	-0,5	0,4	0,5	0,8
	Inflation	2,3	2,2	2,7	2,3
Euroraum	BIP	0,9	1,5	0,8	1,0
	Inflation	2,4	2,1	2,9	2,4
USA	BIP	2,8	2,1	2,2	1,6
	Inflation	3,0	2,7	3,6	2,2
China	BIP	5,0	3,7	3,5	3,2
	Inflation	0,2	0,0	1,2	1,5
Welt	BIP	3,2	3,3	2,7	2,8
	Inflation	3,5	3,4	3,8	3,0

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	30.09.26	31.12.26	30.06.27
EZB Einlagesatz	2,25	2,50	2,50	2,50
Bund 10 Jahre	2,95	3,00	3,10	3,20
Fed Funds	3,75	3,75	3,75	3,75
Treasury 10 Jahre	4,47	4,40	4,50	4,55
BBB Bundspread (in Bp.)	90	100	110	120

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.09.26	31.12.26	30.06.27
DAX	25 818	25 000	25 500	26 500
Euro Stoxx 50	6 398	6 200	6 300	6 400
S&P 500	7 537	7 300	7 500	7 800
Nikkei 225	69 738	65 000	66 000	67 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.09.26	31.12.26	30.06.27
US-Dollar je Euro	1,14	1,17	1,18	1,19
Franken je Euro	0,92	0,92	0,93	0,94
Pfund je Euro	0,86	0,85	0,85	0,85
Gold (USD/Feinunze)	4 140	4 200	4 400	4 600
Öl (Brent - USD/Barrel)	72	80	75	70

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.

