Helaba

# Märkte und Trends 2026

## Weltwirtschaft – Die Karten werden neu gemischt

Research & Advisory, November 2025



# Inhaltsverzeichnis


- Der große Kommentar 2026: Weltwirtschaft – Die Karten werden neu gemischt
- Basisszenario: Die Karten werden neu gemischt (70 %)
- Negativszenario: Das Kartenhaus stürzt ein (20 %)
- Positivszenario: Ein Ass im Ärmel (10 %)
- Geldpolitik: Hohe Unsicherheit – neutrales Zinsniveau ist Trumpf
- Staatsanleihen: Keine Carte Blanche für höhere Schulden
- Aktien: Kein einfaches Blatt
- Gold: Der König im Spiel
- Immobilien: Neue Karten, alte Probleme
- Devisen: Trump kein Trumpf für Dollar
- Deutschland: Die Regierung ist am Zug
- USA: Die Devise heißt weiter „Vabanque!“
- China: Alles auf eine Karte!
- Prognosetabelle: BIP und Inflation
- Kapitalmarktprognosen


Redaktionsschluss: 10. November 2025

# Der große Kommentar 2026: Weltwirtschaft – Die Karten werden neu gemischt



In jedem Jahr folgt unser Konjunktur- und Kapitalmarktausblick einem Motto. Dieses fängt die Rahmenbedingungen für das neue Jahr metaphorisch ein. Diesmal haben wir Spielkarten ausgewählt, denn die Weltwirtschaft gleicht einem großen Kartenspiel. Früher schien es, als würden die Spieler immer wieder mit denselben Karten spielen. Jeder kannte die Regeln und die Rollen waren verteilt. Doch jetzt werden die Karten neu gemischt und anders verteilt. Die Regeln verändern sich sogar während des Spiels – die Verunsicherung sitzt mit am Tisch.

> *„Die Regeln verändern sich während des Spiels – die Verunsicherung sitzt mit am Tisch."*
> *Dr. Gertrud Rosa Traud*

Diese Ausgangslage bietet aber auch Chancen. Dafür müssen jedoch neue Strategien entwickelt werden. Wer sich schnell anpasst, aufmerksam spielt und die neuen Karten klug ausspielt, kann aus der Runde als Gewinner hervorgehen. Unser Basisszenario „Weltwirtschaft – Die Karten werden neu gemischt" birgt Risiken, aber auch Chancen. Im Ergebnis überwiegen die Chancen. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 70 % für das Basisszenario sind wir sogar etwas zuversichtlicher als für das Jahr 2025. Wie kann das sein?

## Basisszenario: Weltwirtschaft – Die Karten werden neu gemischt

In vieler Hinsicht stellte 2025 eine Zäsur dar: in der Geo- und Handelspolitik, in Sicherheitsfragen, in der Diplomatie und – für die Bürger der USA und dort aktive Investoren – hinsichtlich bislang als selbstverständlich geltender Prinzipien der Rechtsstaatlichkeit und der Gewaltenteilung. Dies als neue Partie zu bezeichnen, greift zu kurz. Es ist ein komplett neues Spiel und der Protagonist im Weißen Haus passt für jede Runde das Regelwerk nach den eigenen Interessen an.

Da er bisher auf nur wenig Widerstände gestoßen ist, hat Donald Trump keinen Anlass, 2026 seine Spielweise zu ändern, insbesondere in der Handelspolitik. Insofern wäre es naiv zu glauben, er würde im neuen Jahr keine weiteren Handelsbeschränkungen androhen bzw. einführen. Realistisch ist aber, dass 2026 wie schon im Jahr zuvor eine Eskalationsspirale vermieden werden kann und – zumindest in der Breite – der Löwenanteil der protektionistischen Eingriffe hinter uns liegt.

## Strategie wird zum Erfolgsfaktor

Zwar scheint es, als ob allein Donald Trump die Spielregeln bestimmen kann. Dem ist aber nicht so. Sein großer Gegenspieler China versteht diese Kunst genauso gut, spielt jedoch etwas weniger lautstark. Deutschland, immer noch eine der wirtschaftlich stärksten Volkswirtschaften, scheint in diesem Zweikampf keine große Rolle zu spielen. Umso wichtiger ist es, dass sich Europa auf eine gemeinsame Strategie einigt, dabei jedoch darauf achtet, sich nicht durch das Blatt irritieren zu lassen, sondern mit Bedacht seine Karten auszuspielen.

## Themenquintett gibt die Richtung vor

Das Jahr 2026 wird durch strukturelle und konjunkturelle Herausforderungen geprägt sein. Auf die Konjunkturkarte kann insbesondere Deutschland setzen. Steigende Reallöhne und fiskalische Impulse werden hierzulande zu einem Aufschwung führen, der uns wieder zur Eurozone aufschließen lässt. Ob diese Karte auch in den Folgejahren sticht, ist noch keine ausgemachte Sache. Dafür bedarf es eines Zusammenspiels mit den vier strukturellen Karten: öffentliche Finanzen, Wettbewerbsfähigkeit einschließlich Künstlicher Intelligenz, Welthandelsordnung und Sicherheitspolitik. Gerade dort ist ein europäischer Ansatz der Schlüssel zum Erfolg.

## Negativszenario: Das Kartenhaus stürzt ein

Im negativen Szenario zeigt sich, wie fragil das Spiel sein kann. Mehrere Risiken treten gleichzeitig auf, wie geopolitische Eskalationen und eine Verschärfung der strukturellen Probleme. Karten, die eben noch Hoffnung versprachen, verlieren ihren Wert. Die Wirtschaft rutscht in eine Rezession, die Kapitalmärkte reagieren mit Volatilität und Kursverlusten, die öffentlichen Finanzen geraten unter Druck und die internationale Zusammenarbeit wird erschwert.

**Eintrittswahrscheinlichkeiten für die Konjunktur- und Kapitalmarktszenarien**

**Basisszenario**
Die Karten werden neu gemischt



**70 %**
Eintrittswahrscheinlichkeit

**Negativszenario**
Das Kartenhaus stürzt ein



**20 %**
Eintrittswahrscheinlichkeit

**Positivszenario**
Ein Ass im Ärmel



**10 %**
Eintrittswahrscheinlichkeit

Quelle: Helaba Research & Advisory

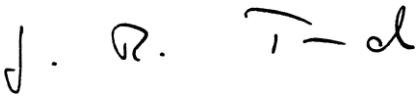
Die Spieler haben sich von schönen Karten blenden lassen, doch das Fundament des Kartenhauses war brüchig. Das Kartenhaus aus den Karten Konjunktur, Wettbewerbsfähigkeit, öffentliche Finanzen, Welthandelsordnung und Sicherheitspolitik fällt in sich zusammen. Diesem negativen Szenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 20 % bei.

## Positivszenario: Ein Ass im Ärmel

Im Positivszenario zieht die Weltwirtschaft ein Ass aus dem Ärmel. Die Wirtschaft überwindet die Folgen der Krisen, Investitionen und Innovationen treiben mittels Künstlicher Intelligenz Produktivität und Wirtschaftswachstum an. Internationale Kooperationen nehmen zu, die deutsche Wettbewerbsfähigkeit steigt und die öffentlichen Finanzen stabilisieren sich. Die Welthandelsordnung wird gestärkt, geopolitische Spannungen nehmen ab. Die Akteure spielen ihre besten Karten aus und profitieren vom günstigen Umfeld. Diesem Szenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % bei.

Nutzen Sie die Chancen, die das neue Jahr bietet. Bedenken Sie dabei, dass es nicht nur darum geht, das richtige Blatt zu haben, sondern auch eine gute Strategie. In diesem Sinne wünsche ich Ihnen bei Ihren Anlageentscheidungen 2026 ein gutes Händchen.

Ihre



Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin/Managing Director



## Basisszenario: Die Karten werden neu gemischt (70 %)

**Die Politik von US-Präsident Trump hat die seit Jahrzehnten in der Weltwirtschaft gültigen Spielregeln abrupt außer Kraft gesetzt. Sein überfallartiges Vorgehen führt vielfach zu Chaos, Verunsicherung und Orientierungslosigkeit. 2026 geht es daher weiter um Schadensminimierung. Doch der Schock bietet den anderen Spielern auch eine Chance, veraltete Routinen abzulegen und neue Strategien auszuprobieren – wenn sie dazu bereit sind und das Risiko nicht scheuen.**

Das Jahr 2025 stellte in vieler Hinsicht eine **Zäsur** dar: in der Geo- und Handelspolitik, in Sicherheitsfragen, in der Diplomatie und – für die Bürger der USA und dort aktive Investoren – hinsichtlich der bislang als selbstverständlich geltenden Prinzipien der Rechtsstaatlichkeit und der Gewaltenteilung. Dies als neue Partie zu bezeichnen, greift zu kurz. **Es ist ein komplett neues Spiel** und der Protagonist im Weißen Haus passt für jede Runde das Regelwerk nach den eigenen Interessen an.

Da er bisher auf nur wenig Widerstände gestoßen ist, hat Donald Trump keinen Anlass, 2026 seine Spielweise zu ändern, insbesondere in der **Handelspolitik**. Insofern wäre es naiv zu glauben, er würde im neuen Jahr keine weiteren Handelsbeschränkungen androhen bzw. einführen.

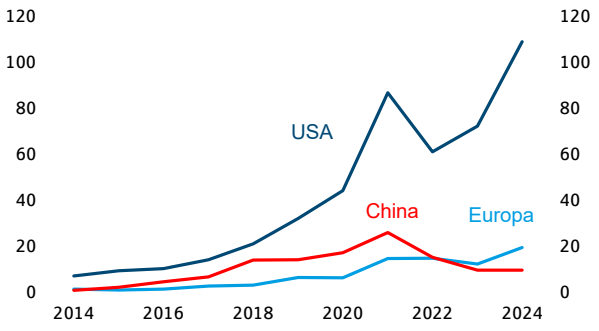
Realistisch ist aber, dass 2026 – wie schon 2025 – eine **Eskalationsspirale vermieden** werden kann und zumindest in der Breite der Löwenanteil der protektionistischen Eingriffe hinter uns liegt. Sektoral und für einzelne Länder sind aber nachträgliche Änderungen der Spielregeln durch Washington wahrscheinlich. Dabei unterstellen wir, dass die US-Regierung keine ungeduldige neue Initiative „Wir wollen endlich Resultate sehen!“ lanciert, obwohl sich das US-Handelsdefizit kaum verbessern dürfte.

### KI: Weltwirtschaft geht „all in“!

Vor allem ein sektoraler Boom hat Trump in der Wirtschaftspolitik Spielräume eröffnet, von denen die USA mehr als ihre Konkurrenten profitieren: Im **KI-Bereich** wird mit besonders großem Einsatz gespielt. Hier hat sich mittlerweile ein „Billionen-Jackpot“ angesammelt, von dem Wohl und Wehe eines guten Teils der Weltwirtschaft und der globalen Finanzmärkte abhängen. Seit der „New Economy“ in den 1990er Jahren hat keine Technologie so kräftig die Investitionsnachfrage und die Aktienmärkte angeschoben. Damit hängen aber ein Großteil des konjunkturellen Schwungs und die steigenden Finanzvermögen an den Versprechungen, die Tech-Unternehmen und ihre Propagandisten in Politik, Medien und in der Forschung machen.

**USA bei KI-Investitionen weit davongelaufen**

Private KI-Investitionen, Mrd. US-Dollar




Quellen: AI Index Report 2025, Helaba Research & Advisory

**Kann die KI liefern?** Wir gehen davon aus, dass 2026 das Investitionsgeschehen in den USA – und in geringerem Maße in China und Europa – erneut von der andauernden KI-Fantasie getrieben wird. Künstliche Intelligenz spielt aber auch in unseren Alternativszenarien eine zentrale Rolle.

In den USA scheinen **Deregulierung bzw. Bürokratieabbau** primär ideologischen oder pekuniären Interessen der Regierung zu folgen. Einen gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsschub sollte man hier nicht erwarten. Auch in der EU wird seit einiger Zeit viel über eine **Korrektur der Überregulierung** gesprochen, in Deutschland bekennt sich die neue Regierung lautstark zu Strukturreformen. Faktisch passiert aber wenig. Die EU-Grenzausgleichssteuer und Lieferkettenregeln sollen 2026 weiterhin kommen, obwohl so neue Konflikte mit den USA programmiert sind. Frankreich rollt Reformen zurück, die deutsche Regierung zaudert. Hier ist also noch Luft nach oben.

## Neues Spiel, neue Taktik: Freihandel oder Industriepolitik?

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage: **Finden die anderen Parteien** am Tisch 2026 zu **ihrem wirtschaftspolitischen Spiel zurück?** Vor allem China war 2025 in einer Position der Stärke, um der Offensive aus Washington Paroli zu bieten. Obwohl es der eigentliche Hauptkontrahent der USA ist, scheint China 2026 gut aufgestellt zu sein, um seine Interessen am globalen Spieltisch zu verteidigen.

> *„Who has all the cards? […] There is more than one game. […] We are going to play other games with other players."*
> *Mark Carney über das Verhältnis Kanadas zu den USA*

Bei der **EU** sind die Fragezeichen größer. In der ersten Runde 2025 hat die Kommission gegenüber US-Präsident Trump praktisch kapituliert. Dafür gab es, auch wegen der Abhängigkeiten in der Sicherheitspolitik, vielleicht gute Argumente. Aber selbst wenn sich viele der Zusagen von Ursula von der Leyen letztlich als inhaltslos erweisen, hat man doch den gedämpften Anstieg der US-Zollhürden **mit weitgehenden Zugeständnissen erkauft**. Dazu gehört ein Abschied vom bisher sakrosankten „Most-Favoured-Nation"-Prinzip der WTO, nach der Vergünstigungen im Außenhandel für ein Land auch allen anderen Handelspartnern gewährt werden müssen.

Nachdem die USA nun nach ihren eigenen Regeln spielen, steht der **Rest der Welt** vor der Entscheidung, wie man selbst weitermachen soll. In den vergangenen Jahren wurde immer häufiger der Vorwurf laut, **China** würde wirtschaftspolitisch mit **gezinkten Karten** spielen. Die weitverbreitete Konsequenz daraus ist aber nicht, Druck auf China zu priorisieren, um die Regierung dort auf den Pfad der Fairness zu bringen. Stattdessen greifen immer mehr Länder, auch die USA und in der EU, nun auf genau die Instrumente der **Industriepolitik** zurück, die man Peking zum Vorwurf macht. Insofern hat sich die chinesische „Spielweise" zunächst durchgesetzt.

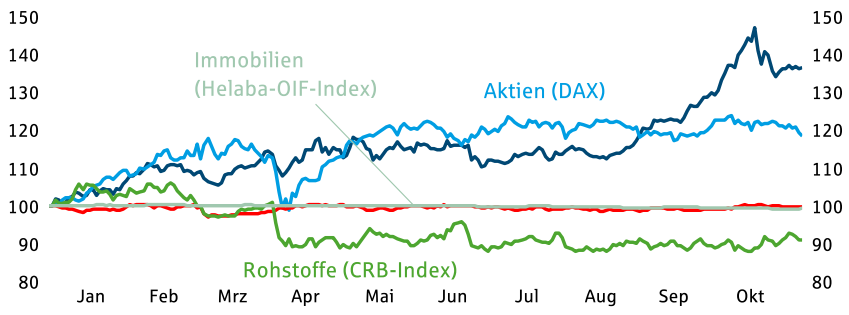
Die äußeren Umstände erzwingen die Suche nach Alternativen. Dazu könnten beispielsweise **neue handelspolitische Strukturen** gehören, in denen die EU, Japan, Kanada, Südkorea, Großbritannien und interessierte Schwellenländer eine an Freihandelsprinzipien orientierte Politik verfolgen können – zur Not eben ohne die USA und China.

## Notenbanken 2026 wenig mehr als Zaungäste

In diesem neuen Spiel sind die **Notenbanken** – in den vergangenen Jahren die dominierenden „Player" – nicht mehr so wichtig. Die Fiskalpolitik, vor allem in den USA, aber auch in der EU, testet bei der Verschuldung zunehmend die Grenzen des Möglichen aus. Damit ist das Thema der **„fiscal dominance"** akut: Kann die Geldpolitik überhaupt noch unabhängig agieren und sich auf ihre Kernaufgaben wie die Sicherung der Preisniveaustabilität konzentrieren? Oder zwingt sie der Fiskus in eine eher passive, **akkommodierende Rolle**, weil andernfalls Staatsbankrott und Finanzkrise drohen? Dies könnte mittelfristig Aufwärtsdruck für die Inflation bedeuten, wenn die Notenbanken die Regierungen beim „Schuldenabbau" unterstützen.

**Performance 2025: Gold und Aktien deklassieren Konkurrenz**

Indexiert: 31.12.2024 = 100, Gesamtertrag in Euro




Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Im Basisszenario geht das gut, da 2026 (noch?) kein größerer Widerspruch zum angemessenen Handeln der Notenbanker entstehen dürfte. Die **Inflation** bleibt nahe dem Notenbankziel (EZB) bzw. bewegt sich im Jahresverlauf darauf zu (Fed). In den USA kühlt sich die **Konjunktur** ab. In der Eurozone und vor allem in Deutschland dürften Kapazitätsgrenzen nach Jahren der konjunkturellen Schwäche selbst mit der erwarteten Belebung keine Rolle spielen – vor allem, wenn hier die erhofften Strukturreformen die fiskalische Expansion begleiten.

## Prognoseübersicht im Basisszenario

Die **globale Wirtschaft** wird 2026 in etwa das Tempo des Vorjahres halten. In Deutschland dürfte das Wirtschaftswachstum endlich an Fahrt aufnehmen. Mit 1,5 % ist Deutschland kein Bremsfaktor mehr in der Eurozone, die ähnlich stark zulegt. Die USA dürften wie im Vorjahr mit rund 2 % wachsen. China legt wohl mit 4,3 % weniger als 2025 zu, aber die Zweifel an der Aussagekraft der dortigen Wachstumszahlen haben noch einmal zugenommen.

Während in China das Verbraucherpreisniveau quasi stagniert, haben die Industrieländer in unterschiedlichem Maße mit der **Inflation** zu kämpfen. In Deutschland und der Eurozone wird die Preissteigerungsrate im Jahresdurchschnitt leicht über dem Zielwert von 2 % liegen. In den USA nähert sich die Teuerung der Zielmarke der Fed, im Jahresschnitt dürfte sie mit 2,7 % jedoch noch immer näher an der 3 %-Marke liegen.

Mit einem Leitzins von 2 % befindet sich die **EZB** in einer neutralen geldpolitischen Position. Die **Fed** ist auf dem Weg dorthin und steuert ein Niveau von knapp 3,5 % an. Ein vorsichtiges Agieren ist geboten, um sich nicht dem Verdacht auszusetzen, die steigende Staatsverschuldung mit niedrigen Zinsen flankieren zu wollen.

**Ausgewählte Prognosen 2026**

| Eurozone | | | | | Deutschland | | | | | USA | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BIP-Wachstum, % | 1,4 | | | | BIP-Wachstum, % | 1,5 | | | | BIP-Wachstum, % | 2,0 | | | |
| Inflation, % | 2,1 | | | | Inflation, % | 2,1 | | | | Inflation, % | 2,7 | | | |
| 1. - 4. Quartal | | | | | 1. - 4. Quartal | | | | | 1. - 4. Quartal | | | | |
| Leitzins (Einlagensatz), % | | | | | 3-Monats-Euribor, % | | | | | Leitzins (Mittelwert), % | | | | |
| 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | | 2,00 | 2,00 | 2,05 | 2,10 | | 3,63 | 3,38 | 3,38 | 3,38 | |
| USD / Euro | | | | | 10-jährige Bundesanleihen, % | | | | | 10-jährige Treasuries, % | | | | |
| 1,15 | 1,20 | 1,20 | 1,20 | | 2,80 | 2,80 | 3,00 | 3,00 | | 4,30 | 4,30 | 4,50 | 4,50 | |
| EURO STOXX 50, Indexstand | | | | | DAX, Indexstand | | | | | S&P 500, Indexstand | | | | |
| 5.500 | 5.600 | 5.700 | 5.800 | | 23.500 | 24.000 | 24.500 | 25.000 | | 6.500 | 6.600 | 6.700 | 6.800 | |

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die Preissteigerungen bei **deutschen Immobilien** setzen sich fort. Wohnimmobilien bleiben insbesondere in Ballungsräumen knapp, was die Preise zulegen lässt. Da sich die Erschwinglichkeit nicht weiter verbessert, ist das Aufwärtspotenzial aber begrenzt. Einzelhandelsimmobilien profitieren vom gestiegenen privaten Konsum. Im Bürosektor stützt die zunehmende wirtschaftliche Aktivität die Flächennachfrage.

Aufgrund der Leitzinsentwicklung ist an den **Rentenmärkten** nicht mit deutlich höheren Renditen zu rechnen. Allerdings trifft ein steigendes Angebot an Staatsanleihen auf zunehmend skeptische Investoren, die höhere Risikoaufschläge verlangen. Per saldo ist daher mit steileren Zinsstrukturkurven auf beiden Seiten des Atlantiks zu rechnen. Ende 2026 werden 10-jährige Staatsanleihen in Deutschland bei 3,0 % und in den USA bei 4,5 % notieren.

**Aktien** haben durch den größtenteils bewertungsgetriebenen Kursanstieg sehr viel Positives vorweggenommen. Weitere Kursgewinne müssen durch höhere Unternehmensergebnisse unterfüttert werden. Dass bei den Ergebnisschätzungen bislang die negativen Revisionen überwiegen, stimmt eher skeptisch. Für 2026 ist daher lediglich mit einer Seitwärtsbewegung zu rechnen. Für das Jahresende erwarten wir den DAX bei rund 25.000 Punkten.

Für **Gold** ist 2026 eine Wiederholung des außergewöhnlichen Rekordjahres wenig wahrscheinlich. Dennoch wird das Edelmetall weiterhin von den fortgesetzten Zinssenkungen der Fed sowie der Schwäche des US-Dollars getragen. Deshalb dürfte die Nachfrage hoch bleiben und neue Preisrekorde erreicht werden.

Der Kursverfall des **US-Dollars** setzt sich 2026 fort. Zum einen verringert sich der US-Zinsvorteil, da die Fed weitere Zinssenkungen vornimmt. Zudem schrumpft der US-Wachstumsvorteil gegenüber der Eurozone. Zum anderen irritiert die Politik von US-Präsident Trump weiter. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte Ende 2026 um 1,20 notieren.

Patrick Franke

## Negativszenario: Das Kartenhaus stürzt ein (20 %)

**Die Weltwirtschaft und die globalen Finanzmärkte haben die Schocks des Jahres 2025 überraschend gut weggesteckt. Aber diese Resilienz muss nicht von Dauer sein. Neue Störimpulse sind 2026 wahrscheinlich – vielleicht aus denselben Richtungen wie im Vorjahr, vielleicht aus einer Ecke, mit der niemand rechnet. Gerade das bisherige Ausbleiben eines Desasters könnte die Spieler in falscher Sicherheit wiegen und in den kommenden Monaten zu fahrlässigerem oder riskanterem Verhalten verleiten.**

In den großen Industrieländern sind derzeit glücklicherweise **kaum privatwirtschaftliche Ungleichgewichte** in einer Größenordnung auszumachen, die in der Vergangenheit oft zu Rezessionen geführt hat: Langjährige Immobilienhaussen, sehr niedrige Sparquoten oder ungewöhnlich hohe Investitionen bzw. Verschuldung der Unternehmen sind nicht in Sicht. Die größten Risiken einer plötzlichen Korrektur liegen daher wohl in der **Politik** und bei der Frage, ob der **KI-Hype** über das Ziel hinausgeschossen ist, d.h. bei der ambitionierten Bewertung vor allem der Hightech-Unternehmen.

### Politisches Fingerspitzengefühl? Mangelware!

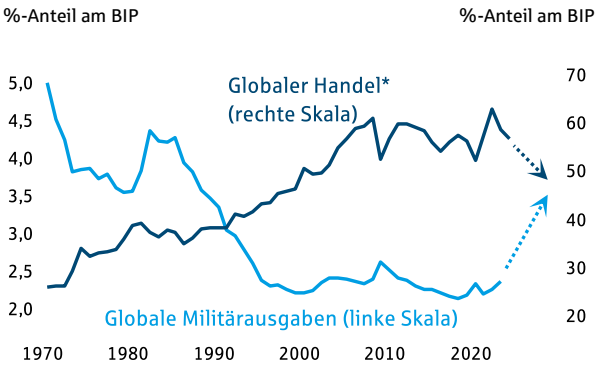
Keinem Beobachter der Entwicklung 2025 muss man erklären, wieso die politische Sphäre auch 2026 ein **kritischer Störfaktor** werden könnte. Ein Vertrauensschock seitens der Politik könnte dabei viele Formen annehmen. Da wären zunächst geopolitische Konflikte wie der **Handelsstreit**, insbesondere zwischen den USA und China, die wieder eskalieren könnten. Aber auch im Verhältnis der EU zu den USA und zu China knirscht es.

> *„You don't have the cards!"*
> *Donald J. Trump*

Hinzu kommt die früher vernachlässigbare Gefahr einer **Verfassungskrise** in den Vereinigten Staaten, wenn die Regierung sich z.B. weigern sollte, einem Gerichtsurteil zu folgen. An den Finanzmärkten könnten allerdings selbst ohne einen solchen Schock grundsätzliche Zweifel an der Kompetenz der US-Regierung aufkommen, insbesondere was die Haushaltspolitik und die **Tragfähigkeit der staatlichen Schulden** angeht.

Auch in **Europa** lauern Gefahren. Die **Schuldenquoten** steigen. Der zunehmende Einfluss von Populisten gefährdet die **politische Stabilität**. Die EU-Kommission steuert einen Schlingerkurs zwischen diesen Kräften in den Mitgliedsländern und dem Wettbewerbsdruck aus den USA und China. In **Deutschland** könnte die Regierung Merz scheitern, zum Beispiel durch mangelnden Mut zu Reformen, durch den Ausgang der anstehenden Landtagswahlen oder kurzsichtige Klientelpolitik. Auch der erhoffte fiskalische Stimulus durch die massive Neuverschuldung enttäuscht.

**Mehr Konfontation, weniger Kooperation**




*Summe der Exporte und Importe von Waren und Dienstleistungen
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

### Guter Teil des Kartenhauses ruht auf der Karte „KI"

Als Schwachpunkt des globalen Kartenhauses stellt sich der Enthusiasmus über **Künstliche Intelligenz** heraus. Enttäuschungen über diese Technologie könnten dazu führen, dass sich der Boom als Blase herausstellt, die – ähnlich wie in der „New Economy" – einen Einbruch am Aktienmarkt und eine **Rezession** auslöst. Je ambitionierter die Erwartungen an eine neue Technologie sind, desto größer ist dieses Risiko. Selten waren solche Hoffnungen wohl höhergesteckt als heute. Da die Investitionen diesmal aber überproportional aus dem Cashflow bezahlt wurden bzw. Nicht-Bank-Gläubiger eine wichtige Rolle spielen, sind die Chancen gut, dass **eine Bankenkrise vermieden** werden kann, selbst wenn es zu einer solchen Korrektur der Erwartungen kommt.

Wie Sorgen um die US-Banken im Frühjahr 2023 und im Herbst 2025 gezeigt haben, besteht stets die Gefahr, dass selbst die effizienteste Aufsicht Probleme zu spät erkennt. Neue **Wachstumssegmente des Finanzmarktes** wie bankenunabhängiger „Private Credit" könnten Risiken bergen, die man mangels Erfahrung noch nicht voll überblickt – insbesondere, wenn die Akteure weniger transparent sind als die Anbieter traditionellerer Finanzierungsformen.

### Prognoseübersicht im Negativszenario

Im Negativszenario rutscht die Weltwirtschaft in eine **Rezession**. Deutschland ist aufgrund seiner Exportorientierung überdurchschnittlich stark von den handelspolitischen Streitigkeiten betroffen. Nach drei schwachen Jahren schrumpft die deutsche Wirtschaft 2026 um rund 2 %. Die Eurozone erlebt ebenfalls einen kräftigen Rückgang des Sozialprodukts. Die USA leiden weniger, aber auch dort steigt die Arbeitslosigkeit deutlich.

Fallende Ölpreise und die schwache Konjunktur dämpfen die **Inflation**. Die Teuerungsraten in Deutschland und der Eurozone gehen zurück. In den USA kompensiert der preistreibende Effekt protektionistischer Maßnahmen jedoch teilweise den Rückgang der Teuerung.

> "*Vertrauen ist wie ein Kartenhaus: Man benötigt viel Zeit und Geduld, um es aufzubauen, eine winzige Erschütterung jedoch genügt, um alles wieder zu zerstören."*
> *Florian Bauer*

Im schwierigen fundamentalen Umfeld spielen die **Notenbanken** ihre üblichen Trümpfe aus. So nimmt die **EZB** die Zinssenkungen wieder auf und senkt den Einlagensatz bis auf 1,25 %. Gleichzeitig stabilisiert sie die Bilanzsumme. Die **Fed** senkt den Leitzins unter 2 %.

Am **Rentenmarkt** gibt es kräftige Kursgewinne. Aufgrund der hohen Unsicherheit sind sichere Anlagehäfen wie US-Staatsanleihen und Bundesanleihen gefragt, obwohl viele Anleger die hohe Staatsverschuldung skeptisch sehen. Dies verhindert eine Inversion der Zinsstrukturkurven. Im Zuge sinkender Inflationserwartungen und deutlich niedrigerer Leitzinsen fällt die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bis auf 2 %, während die Rendite 10-jähriger Bunds in Richtung 1 % nachgibt.

Die hohe Bewertung macht **Aktien** extrem anfällig gegenüber negativen Überraschungen aus Bereichen wie Geo- und Zollpolitik, Konjunktur und Künstliche Intelligenz. Es kommt zu erheblichen Rückgängen bei den Unternehmensgewinnen. Die Risikoaversion der Anleger nimmt zu und führt zu einer Bewertungskontraktion. Aktien rutschen in einen Bärenmarkt. Der DAX fällt zeitweilig auf 16.000 Punkte.

Am **deutschen Immobilienmarkt** kommt der Aufschwung abrupt zum Erliegen und die Kaufpreise gehen wieder zurück. Wohnimmobilien verzeichnen wegen anhaltender Knappheit nur moderate Preisrückgänge. Büro- und Einzelhandelsimmobilien hingegen verlieren im schwachen wirtschaftlichen Umfeld deutlich an Wert. Auch die gesunkenen Finanzierungskosten ändern daran wenig.

**Gold** ist als sicherer Hafen stark gefragt. Da aber gleichzeitig der US-Dollars gewinnt, performt das Edelmetall in Dollar- schwächer als in Eurorechnung. Die Marke von 6.000 US-Dollar je Feinunze dürfte aber geknackt werden.

Wirtschaftlich schwierige Zeiten und geopolitische Krisen rufen den **US-Dollar** wieder einmal als Krisenwährung auf den Plan – trotz der Unsicherheiten durch Präsident Trump. Die Rolle des Dollar als sicherer Anlagehafen überwiegt dabei gegenläufige Effekte wie die deutlicheren US-Zinssenkungen. Der Euro-Dollar-Kurs fällt bis Jahresende auf 1,05, bleibt aber oberhalb der Parität.

Patrick Franke

## Positivszenario: Ein Ass im Ärmel (10 %)

**Die Chancen für ein überraschend gutes Jahr scheinen 2026 so schlecht wie selten. Aber wie ein Spieler mit dem Rücken zur Wand, dem der Verlust des letzten Einsatzes droht, kann die Weltwirtschaft vielleicht darauf hoffen, doch eine rettende Karte zugeteilt zu bekommen. Eine zentrale Rolle kann dabei die Künstliche Intelligenz spielen.**

Trotz aller nicht zu leugnenden Probleme in der Weltwirtschaft hält das Schicksal möglicherweise eine **positive Überraschung** parat. Könnte sich gar der größte Störfaktor des Jahres 2025 nun als Quelle unerwarteter Lichtblicke erweisen? Vor einem Jahr ließen sich Donald Trumps Wahlkampfäußerungen zur Handelspolitik noch als „Der meint das doch gar nicht so!" charakterisieren. Ende 2025 ist dies nicht mehr möglich. Dass sich der US-Präsident 2026 für eine allseitige „Abrüstung" im Handelsstreit stark macht, ist etwa so wahrscheinlich wie seine Bekehrung zu einem Vorkämpfer für „Net Zero". Eine Rückkehr zum Status quo ante fällt also aus. Dies dürfte auch in der Sicherheitspolitik gelten, wo sich zerstörtes Porzellan nicht einfach wieder zusammenkitten lässt.

Allerdings zeigen sich im zentralen **Konflikt USA-China** beide Seiten grundsätzlich gesprächsbereit. So ist ein **„Deal"** gut vorstellbar, der nicht nur die Gefahr einer kurzfristigen Eskalation mindert, sondern die Stimmung global auch mittelfristig verbessert. Die US-Seite könnte schon dadurch positiv wirken, indem sie nicht wie 2025 nahezu im Wochentakt neue Strafmaßnahmen gegen Handelspartner ankündigt. Einige der laufenden Verhandlungen mit anderen Ländern könnten zu einem guten Abschluss gebracht werden, mit der Folge global leicht **abnehmender Handelshemmnisse**. Die anstehende Überprüfung des Nordamerikanischen Freihandelsabkommens kann hier positive Akzente setzen. Verunsicherung und Anreize für Unternehmen, „erst einmal abzuwarten", würden zurückgehen.

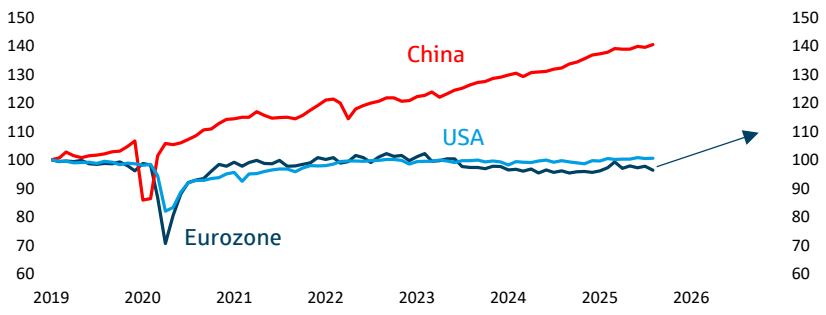
> *„Wo kein Wagnis, da kein Gewinn. Wo kein Spiel, da kein Leben."*
> Martin Luther

Wichtige Beiträge können auch die Länder diesseits des Atlantiks liefern. So würde es helfen, wenn **Bürokratieabbau und Strukturreformen** in der EU endlich in Gang kämen. In **Deutschland** könnte eine effiziente und effektive Verwendung der Mittel aus den Haushaltspaketen die Wirkung jedes ausgegebenen Euro maximieren. Hierbei wäre es wichtig, den Fokus auf Investitionen zu legen, die die Produktivität sowie die Attraktivität des Standortes verbessern – anstelle von konsumtiven Ausgaben, die nur zu temporärem und nicht zu nachhaltigem Wirtschaftswachstum führen.

### Hoffnungsträger Industriezyklus und KI

Impulse für die Weltkonjunktur würde auch der erhoffte **Aufschwung im globalen Industriezyklus** bringen. Der dümpelt schon lange vor sich hin: Seit dem Energiepreisschock 2022 stagniert die Produktion in den reichen Ländern, die weltweiten Zuwächse kamen seitdem ausschließlich aus den Schwellenländern, insbesondere aus China.

**In der Industrie ist „viel Luft nach oben"**
Industrieproduktion ohne Bau, indexiert Januar 2019 = 100




Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Einen neuen Wachstumsschub könnte zudem die **Künstliche Intelligenz** auslösen. Sie lässt angesichts ihres erheblichen Disruptionspotenzials einen **Produktivitätsschub** erwarten. Dieser war allerdings trotz der zunehmenden Verbreitung bisher nicht zu beobachten. Das kann sich aber 2026 ändern und somit auch die hohen Bewertungen der Tech-Unternehmen rechtfertigen. Ein fortgesetzter kräftiger Anstieg der Aktienkurse würde wiederum die Geldvermögen steigen lassen und die allgemeine Stimmung verbessern.

Von einer besseren Konjunktur profitiert schließlich die **Haushaltslage** der Regierungen. Dies würde nicht nur die Sorgen um die Schuldentragfähigkeit reduzieren, sondern könnte gerade in Europa den Priorisierungsdruck „Verteidigung? Klimawandel? Infrastruktur?“ entschärfen.

### Prognoseübersicht im Positivszenario

Die globale **Konjunktur** springt an und auch mittelfristig verbessern sich die Wachstumsperspektiven dank technologischem Fortschritt, Investitionen vor allem im Bereich der KI und Strukturreformen. Deutschland profitiert besonders von der Erholung der globalen Industrie und erlebt einen kräftigen sowie anhaltenden Aufschwung. Auch das Wirtschaftswachstum in der Eurozone gewinnt an Dynamik. Das Bruttoinlandsprodukt wächst 2026 sowohl in Deutschland als auch in der Eurozone um über 2 %.

Trotz kräftigerem Produktivitätswachstum und weniger Protektionismus ist der Preisdruck in diesem Szenario höher als im Basisszenario. Die **Inflationsraten** entfernen sich nach oben von den Zielmarken der Notenbanken. In Deutschland und in der Eurozone liegt die Teuerungsrate 2026 im Jahresdurchschnitt über 3 %.

Ein stärkeres Trendwachstum bedeutet, dass auch das „neutrale“ Zinsniveau höher liegt. Die Zentralbanken korrigieren daher ihren Lockerungskurs und stellen die **Geldpolitik** wieder auf leicht restriktiv. Die **EZB** zieht die Leitzinsen in Richtung 3,5 % und die **US-Notenbank** auf rund 5 %.

Am **Rentenmarkt** kommt es zu spürbaren Kursverlusten. Im Zuge steigender Inflation und zügiger Leitzinserhöhungen klettert die Rendite 10-jähriger US-Treasuries über die 5 %-Marke, die 10-jähriger Bunds steigt bis auf 4 %. Die Zinsstrukturkurven werden zwar steiler, allerdings hält sich dieser Effekt in Grenzen, da das kräftige Wirtschaftswachstum die Schuldensituation der Länder in einem milderen Licht erscheinen lässt.

Ein Anspringen des Industriezyklus sowie Produktivitätssteigerungen durch den Einsatz Künstlicher Intelligenz sorgen für überdurchschnittlich steigende Unternehmensgewinne. Die Anleger akzeptieren angesichts der positiven Ertragsentwicklung weiterhin ein hohes Bewertungsniveau, so dass die Notierungen ebenfalls überdurchschnittlich zulegen. Der **DAX** erreicht bis Jahresende die Marke von 29.000 Punkten.

Das starke Wirtschaftswachstum beflügelt die **deutschen Immobilienmärkte**. Die zunehmende Kaufkraft überkompensiert den Effekt der höheren Finanzierungszinsen, wodurch die Preise für Wohnimmobilien kräftig steigen und der Wohnungsbau deutlich anzieht. Auch die Nachfrage nach Verkaufs- und Büroflächen nimmt im positiven konjunkturellen Umfeld spürbar zu und lässt Transaktionen sowie Preise steigen.

> *„Du lebst nur einmal, aber wenn du deine Karten richtig ausspielst, ist einmal genug.“*
> *Frank Sinatra*

**Gold** ist nicht mehr der König im Spiel. Abnehmende geopolitische Risiken, die anspringende Weltwirtschaft und steigende Zinsen reduzieren die Attraktivität des zinslosen Goldes. Das Edelmetall taucht unter die Marke von 3.000 US-Dollar je Feinunze ab.

Geopolitische Risiken rücken in den Hintergrund, wovon der Euro profitiert, vor allem gegenüber der Fluchtwährung **US-Dollar**. Das Wirtschaftswachstum der Eurozone nähert sich dem der USA an. Zudem helfen deutliche Zinserhöhungen der EZB der Gemeinschaftswährung. Der Euro-Dollar-Kurs steigt auf bis zu 1,30.

Patrick Franke

## Geldpolitik: Hohe Unsicherheit – neutrales Zinsniveau ist Trumpf

**Während die EZB geliefert hat, befindet sich die Fed noch im Zinssenkungsmodus. Mit Erreichen des neutralen Leitzinses dürfte auch sie in die Beobachterposition wechseln.**

Mit dem erreichten Zinsniveau von 2,0 %, das dem **Inflationsziel** der EZB entspricht und den **neutralen Leitzins** widerspiegelt, hat sich der EZB-Rat in eine **günstige Warteposition** gebracht. Die EZB tut angesichts der hohen Unsicherheit gut daran, nicht gleich **alle Karten** auszuspielen. An den **Terminmärkten** wird gleichwohl auf ein Ende der Zinssenkungen gesetzt.

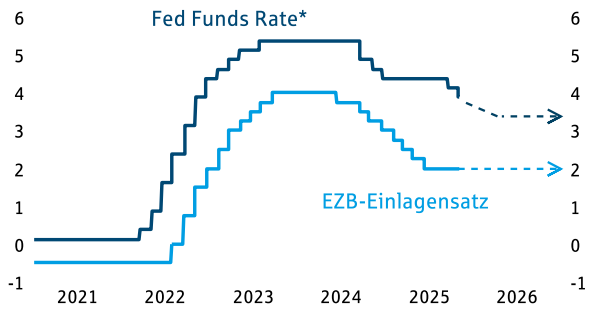
Seitens der **Inflation** gibt es wenig Spielraum für weitere Lockerungen. Deflationäre Tendenzen sind im Euroraum insgesamt nicht erkennbar. Es gibt vielmehr eine Reihe von geopolitischen Einflüssen, die die Inflationserwartungen zügig wieder nach oben treiben könnten. Um das Vertrauen der Anleger nicht zu verspielen, muss die EZB daher **vorsichtig agieren**. Gerade 2026, wenn der **politische Druck** auf die US-Notenbank vermutlich noch steigt und Staatsanleihen unter kritischer Beobachtung stehen, sollte sich die EZB nicht dem Verdacht aussetzen, die Verschuldung mit niedrigen Zinsen zu flankieren.

Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit einer längeren geldpolitischen **Seitwärtsphase** in einem solchen Umfeld höher einzustufen als die einer **Lockerung**. Das Risiko, dass die EZB **straffen** muss, ist ebenfalls überschaubar.

> *„We should be at 1 %. We should be less than 1 %."*
> *Donald Trump über den angemessenen US-Leitzins*

**Leitzinsen in der neutralen Zone**

Leitzinsen, % (Prognosen ab November 2025)




* Mittelpunkt des Zielkorridors
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

### Fed in ziemlich unangenehmer Situation

Die **US-Notenbank** sieht sich in einer anderen Lage – auch dank der Handelspolitik von Präsident Trump. Der Disinflationsprozess in den USA ist schon im Sommer 2024 ausgelaufen. Seitdem sind die Teuerungsraten, gemessen am Verbraucherpreisindex, per saldo nicht mehr gefallen und haben sich bei rund 3 % eingependelt, ein ganzes Stück oberhalb des Stabilitätsziels der Fed. Weitgehender Konsens besteht darin, dass die **US-Zölle** einen **Teuerungsschub** bringen, der vermutlich aber nur temporär sein wird und keine neue Inflationswelle wie 2021/ 2022 lostritt.

Dies ist aber keine ausgemachte Sache und die **Inflationserwartungen** sind nicht mehr so gut verankert, wie sich die Notenbank dies wünschen würde. Deshalb hat es recht lange gedauert, bis **Sorgen um den Arbeitsmarkt** die Fed zu einer Wiederaufnahme der Zinssenkungen bewegt haben. Wir gehen davon aus, dass sie diesen Kurs fortsetzen wird, allerdings nur im Rahmen dessen, was eine recht solide Konjunkturlage und die hohe Teuerung hergeben.

| % | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26 | Q4/26 |
|---|---|---|---|---|
| 3M Euribor | 2,00 | 2,00 | 2,05 | 2,10 |
| EZB Einlagenzins | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| Fed Funds Target Rate | 3,63 | 3,38 | 3,38 | 3,38 |

Quelle: Helaba Research & Advisory

Bis Mitte 2026 dürfte der Leitzins in den USA **auf knapp 3,5 % fallen**. Eine weitergehende Lockerung würde einen schlechteren Konjunkturverlauf voraussetzen – oder das plötzliche Einschwenken der Notenbank auf den vom Präsidenten eingeforderten Kurs einer nicht von den ökonomischen Rahmenbedingungen gerechtfertigten Lockerung. Das Risiko einer **weitergehenden Einflussnahme Trumps** auf die Fed besteht, wenn die Amtszeit des bisherigen Chairman Powell im Mai ausläuft. In unserem Basis-Szenario erwarten wir aber nicht, dass die **Unabhängigkeit** der Fed 2026 erheblich beschädigt wird. Dies hätte gravierende Konsequenzen für die Finanzmärkte.

Ulf Krauss, Patrick Franke

## Staatsanleihen: Keine Carte Blanche für höhere Schulden

**Die (Fiskal-)Politik ist zu einem Risikofaktor für die Rentenmärkte geworden. Mit deutlich höheren Renditen ist aufgrund stabiler Leitzinsen gleichwohl nicht zu rechnen.**

Bundesanleihen haben das Renditeniveau vom Jahresbeginn 2025 weitgehend gehalten. Vor dem Hintergrund der globalen **Turbulenzen** ist dies einerseits bemerkenswert. Andererseits hat die EZB wie erwartet die Zinssenkungen bei 2,0 % eingestellt. Dabei war die **Korrelation** von Bunds und Treasuries niedrig, was insbesondere an der US-Zollpolitik und der damit einhergehenden Unterbrechung der US-Zinssenkungen lag.

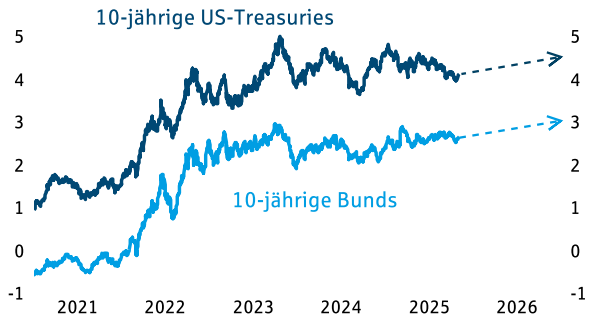
Bei genauer Betrachtung sind dennoch einige **Auffälligkeiten** erkennbar: So verloren 30-jährige Bundesanleihen im Jahresverlauf zeitweise mehr als 10 % an Wert. Investoren scheuen inzwischen das **Laufzeitenrisiko** und sehen Staatsanleihen als weniger attraktiv an. Pensionskassen schichten in andere, ertragsreichere Assetklassen um. Von Bedeutung war auch die Lockerung der **Schuldenbremse** in Deutschland. Angesichts anhaltend hoher Staatsdefizite in den **USA** und der politisch schwierigen Lage in **Frankreich** – die zur Rücknahme der Rentenreform führte – werden Staatsanleihen heute kritischer eingeschätzt als noch vor einem Jahr.

### Kein entspanntes Umfeld am Rentenmarkt – Anleger bleiben vorsichtig

Eine **Carte Blanche** für Regierungen wird es kaum geben. Immer mehr Emissionen von Staatsanleihen treffen auf eine **zurückhaltende Nachfrage**. Wie stehen die Chancen für Renten trotz dieser Bürde? Der Gegenwind seitens der Geldpolitik dürfte sich zwar in Grenzen halten. Sowohl die EZB als auch die Fed werden 2026 vermutlich eine **neutrale Geldpolitik** verfolgen, wodurch die Zinsfantasien begrenzt werden. **Leitzinsträler** sind historisch betrachtet allerdings kein günstiges Umfeld für Kursgewinne bei Renten. Irgendwann steht die Frage im Raum, wann die Leitzinsen wieder steigen. Im nächsten Jahr dürfte dies aber noch kein Thema sein.

**Renditen mit leichter Tendenz nach oben**

Rendite, %, mit Helaba-Prognosen




Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Die EZB hat den Abbau ihrer **Bilanzsumme** bislang konsequent fortgesetzt, während die Fed den Prozess zuletzt gestoppt hat. So reduzierte die EZB ihren Anteil am Volumen der umlaufenden Euro-Staatsanleihen innerhalb von drei Jahren von 42 % auf 28 %. Die entscheidende Annahme für 2026 ist jedoch, dass **Frankreich** nicht mit Anleihekäufen gestützt werden muss und das TPI (Transmission Protection Instrument) nicht aktiviert wird.

Mit rund 2 % lagen die **Inflationserwartungen** im Euroraum zuletzt noch leicht über dem langfristigen Durchschnitt. Wenn sich 2026 das konjunkturelle Blatt hierzulande wendet, dürfte sich der Spielraum nicht vergrößern, sondern eher verkleinern. Auch in den USA spricht das Inflationsumfeld in Verbindung mit der hohen Verschuldung gegen niedrigere Kapitalmarktzinsen und gegen eine Abflachung der **Zinsstrukturkurve**. Zwar ist der 10/2-Spread (Rendite 10-jähriger minus 2-jähriger Anleihen) bei Bundesanleihen zuletzt auf etwa 60 Basispunkte gesunken, doch dürfte er sich in diesem Umfeld tendenziell ausweiten. Eine Entspannung der Schuldenlage ist angesichts deutlich steigender **Militärausgaben** bei gleichzeitig hohen **Sozialausgaben** im Euroraum ebenfalls nicht zu erwarten. Investoren dürften im Zweifel eher höhere **Risikoaufschläge** fordern.

| % | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26 | Q4/26 |
|---|---|---|---|---|
| 10j. Bundesanleihen | 2,80 | 2,80 | 3,00 | 3,00 |
| 10j. US-Treasuries | 4,30 | 4,30 | 4,50 | 4,50 |

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die Rendite **10-jähriger Bunds** dürfte 2026 ihr aktuelles Niveau zwar zunächst halten, für das zweite Halbjahr erwarten wir jedoch, dass 3 % zum neuen Gravitationswert wird. Gleichzeitig werden sich **10-jährige US-Treasuries** an der Marke von 4,5 % orientieren. Aufgrund des stabilen geldpolitischen Ausblicks muss aber keine markante Verschiebung der Kapitalmarktzinsen befürchtet werden.

Ulf Krauss



## Aktien: Kein einfaches Blatt

**Für Aktien wird 2025 zum dritten Mal in Folge überdurchschnittlich gut ausfallen. Die Bewertung liegt meist oberhalb des fairen Bereichs. Welche Trümpfe können Aktien 2026 noch ausspielen?**

**„Unsicherheit ist Gift für die Börse“**, lautet eine alte Börsenweisheit. Ganz oben auf der Liste potenzieller Belastungsfaktoren standen die Zollpolitik der USA, der anhaltende Krieg in der Ukraine sowie der Konflikt im Nahen Osten. Die Geopolitik wurde zum Synonym für eine Welt, in der die Karten neu gemischt werden. Es gab zahlreiche Gelegenheiten, Aktien auf Talfahrt zu schicken. Stattdessen erwiesen sich die meisten Indizes als ausgesprochen robust. Korrekturen waren nur von kurzer Dauer und viele Börsenbarometer markierten immer neue Höchststände. Mit 2025 wird aller Voraussicht nach das dritte Jahr in Folge mit überdurchschnittlichen Kurszuwächsen enden. Ist damit also die **Börsenregel widerlegt**?

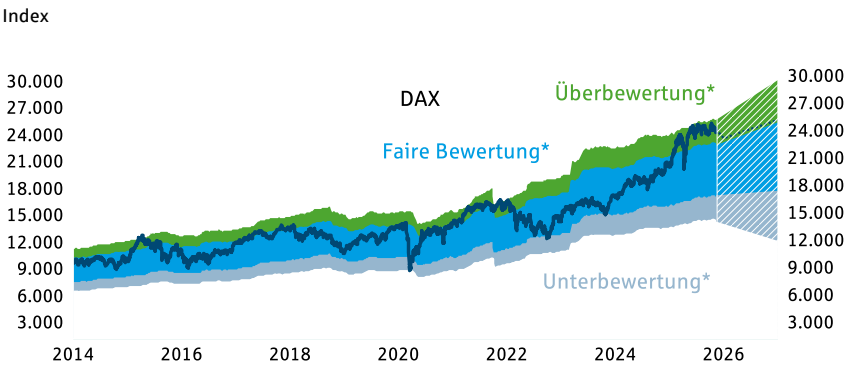
### Notenbanken beherrschen das Spiel

Ein wichtiger Kurstreiber für die Aktienmärkte waren die weltweit fortgesetzten **Zinssenkungen**. Dies eröffnete Aktien Spielraum für eine **Bewertungsexpansion**. Anders als in früheren Zyklen hat die Lockerung der Geldpolitik bislang aber noch nicht für eine spürbare Wachstumsbeschleunigung gesorgt. Daher konnten die **Unternehmensgewinne** lediglich unterproportional zulegen. Dieses Muster ist typisch für die Frühphase einer Hausse. Mittlerweile läuft der Aufwärtstrend jedoch seit Herbst 2022. Viele Indizes sind hoch bewertet. Künftige Kursanstiege müssen somit durch entsprechende Verbesserungen der Gewinnperspektiven untermauert werden. Andernfalls würden die Aktienmärkte über kurz oder lang vermutlich wie ein Kartenhaus zusammenfallen.

### Das Blatt beim DAX besteht nicht nur aus der Deutschland-Karte

Euro-Aktien und deutsche Dividendentitel legten besonders in den ersten Monaten 2025 deutlich zu und hängten damit zeitweilig die Konkurrenz aus Übersee ab. Die Abwertung des US-Dollars, die im Vergleich zu US-Titeln niedrigere Bewertung sowie die insbesondere in Deutschland expansivere Fiskalpolitik führten zu **Umschichtungen internationaler Investoren** von US-Werten in Euro-Titel. Die Ankündigung von Strafzöllen am sog. Liberation Day sorgte zwar hier wie dort für deutliche Kursrückgänge, allerdings konnten diese rasch aufgeholt werden: DAX und EURO STOXX 50 markierten seitdem ein Rekordhoch nach dem anderen. Dabei sind Deutschland und die Eurozone abhängig von einem möglichst reibungslos **funktionierenden internationalen Handel**.

**Konjunkturaufschwung bereits vorweggenommen**




* Bänder: Fairer Wert aus Gewinn, Dividende, Cashflow und Buchwert
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

So erzielen die DAX-Unternehmen rund drei Viertel ihres Umsatzes außerhalb Deutschlands. Allein ein Drittel entfällt auf Nordamerika. Allerdings ist der **Auslandsumsatz nicht mit den Exporten gleichzusetzen**. Vieles wird vor Ort produziert und ist somit höchstens indirekt von der restriktiven Zollpolitik betroffen. Zudem zeigen die deutschen Exportzahlen der letzten Monate, dass der Nachfragerückgang aus den USA durch Exporte in andere Regionen kompensiert werden kann. Die **Flexibilität von international aufgestellten Unternehmen**, neue Märkte zu erschließen bzw. bei veränderten Bedingungen Standorte verlagern zu können, dürfte ein Grund dafür sein, dass sich Aktien resilient gegenüber einer deutlichen Verschlechterung der Handelsbedingungen erweisen.

Unternehmen und damit Aktien profitieren perspektivisch auch von den Anstrengungen vieler Wirtschaftsräume zur **Re-Industrialisierung**. Dieser Wettbewerb um die Ansiedlung von Produktionsstätten erhöht den Druck auf die Regierungen, die Standortbedingungen zu verbessern, was mittel- bis längerfristig auch die vielerorts überbordende Regulierung in die Schranken weisen könnte. Zudem hat die Aktie als Anlageinstrument hierzulande in der Altersgruppe der unter 40-Jährigen enormen Zulauf erfahren. Da diese einen langfristigen Vermögensaufbau betreiben, dürfte ihre Risikotoleranz höher ausgeprägt sein als bei der rentennahen Generation.

> *„Lieber ein solides Blatt halten als ständig nach Jokern suchen."*
> *Börsenweisheit*

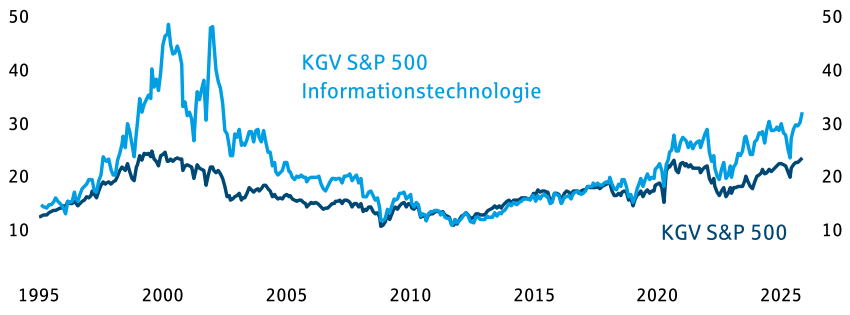
Diese strukturellen Faktoren werden allerdings erst mittelfristig Früchte tragen. 2026 dominieren zyklische Aspekte. Wegen des größtenteils durch Bewertungsexpansion getragenen Kursanstiegs haben DAX und EURO STOXX 50 bereits sehr **viel Positives vorweggenommen** – deutlich mehr, als durch die zaghafte Erholung der konjunkturellen Frühindikatoren zu rechtfertigen ist. Für weitere Kursanstiege müssen die Gewinnerwartungen sogar übertroffen werden. Dass bei den Ergebnisschätzungen bislang die negativen Revisionen überwiegen, stimmt allerdings eher skeptisch. Wir rechnen daher für 2026 lediglich mit einer **Seitwärtsbewegung**. Für das Jahresende erwarten wir den DAX bei rund 25.000 Punkten.

## Zu hoher Einsatz bei US-Aktien?

Die US-Indizes S&P 500 und Nasdaq Composite taten sich 2025 zunächst schwer. Die hohe Bewertung sorgte bei institutionellen Investoren für Umschichtungen in relativ günstigere Regionen. Zwar konnten die US-Leitindizes im Jahresverlauf gegenüber der Konkurrenz Boden gutmachen und ebenfalls neue historische Höchststände markieren, auch weil die **US-Notenbank eine Fortsetzung des Lockerungskurses** signalisierte.

**Tech-Bewertung niedriger als während New Economy-Bubble**

Verhältnis




Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Dennoch wurden zuletzt Stimmen lauter, die von einer Blase am US-Aktienmarkt sprechen. Gegenwärtig ist der S&P 500 mit einem KGV von 23 bewertet, der Technologiesektor, der ein Gewicht von rund 35 % besitzt, mit rund 30. Anfang 2000 betrug das KGV des S&P 500 rund 25, jenes der Tech-Titel fast 50. Trotz **KI-Hype** und optisch hoher Bewertung sind diese Titel sowohl gemessen am KGV als auch an der sog. PEG-Ratio, dem Verhältnis von KGV zu erwartetem Gewinnwachstum, weniger hoch bewertet als zur Hochphase der New-Economy-Bubble. Dennoch dürfen sich angesichts recht **ambitionierter Wachstumserwartungen** die Unternehmen gerade in diesem Bereich künftig keine Blöße geben. Mehr noch als europäische Aktien haben US-Werte bereits einen sehr großen Schluck aus der Pulle genommen. Um nicht doch eine Blase zu erzeugen, wäre eine **Konsolidierung geboten**. Für den S&P 500 sehen wir für 2026 **kein nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial**. Für das Jahresende erwarten wir den Leitindex bei 6.800 Punkten.

## Wenig Trümpfe für 2026

| Indexpunkte | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26 | Q4/26 |
|---|---|---|---|---|
| DAX | 23.500 | 24.000 | 24.500 | 25.000 |
| Euro Stoxx 50 | 5.500 | 5.600 | 5.700 | 5.800 |
| S&P 500 | 6.500 | 6.600 | 6.700 | 6.800 |

Quelle: Helaba Research & Advisory

Aktien bleiben aus strukturellen Erwägungen zwar die interessanteste Assetklasse, unter zyklischen Aspekten ist das **Potenzial für 2026 aber überschaubar**, da eine Wachstumsbeschleunigung größtenteils vorweggenommen wurde. Langfristig orientierte Investoren sollten die Aktienquote in einem gut diversifizierten Portfolio unverändert lassen.

Markus Reinwand, CFA



## Gold: Der König im Spiel

**Die Goldrally 2025 war außergewöhnlich. Die Unsicherheit um den US-Dollar wird das Edelmetall 2026 im Spiel halten und zu einem wertvollen Blatt machen – trotz des bereits Erreichten.**

Für Gold wird 2025 als ein **Rekordjahr** in nominaler und auch in realer Rechnung in die Geschichte eingehen. Die Wahrscheinlichkeit einer Wiederholung von 35 Allzeithochs sowie einer Jahresperformance in der Spitze von über 60 % in Dollar- bzw. über 50 % in Eurorechnung je Feinunze ist zwar sehr gering. Dennoch dürfte das Edelmetall **2026** weiterhin als **wertvolles Blatt** in der Kapitalanlage mitmischen. Der Grund ist eine ungewöhnliche Kombination aus wirtschaftlichen, marktbezogenen sowie geopolitischen Einflussfaktoren, die das Edelmetall über die Marke von 4.000 US-Dollar je Feinunze getragen haben. Sie läuteten eine Zeitenwende ein, sodass sich nicht die Frage stellt ob, sondern wann die **nächste Schallgrenze** fällt.

> *„Gold ist der König unter den Werten. Beim Poker gewinnt nur, wer weiß, wann er ihn zeigt."*
> *generiert mit KI, Copilot*

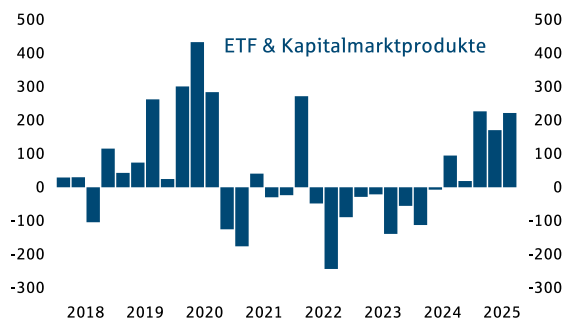
Die Preisbildung für das zinslose Gold unterliegt vielen Einflussfaktoren, wobei der Geldpolitik stets eine entscheidende Rolle zukommt. Die Zinssenkungen der Fed haben Gold zwar einen Schub verliehen, doch war die von Donald Trump ausgelöste **US-Dollarschwäche** mit dem damit verbundenen **Vertrauensverlust** in die politische Disziplin entscheidend. Der US-Präsident hat nicht nur die Fed angegriffen, sondern implizit auch die Kreditwürdigkeit der USA. Schließlich begründete er seine erratische Zollpolitik u.a. mit der Finanzierung der immensen Staatsverschuldung. Damit hat er sowohl beim US-Dollar als Leitwährung als auch bei Treasuries zu einem **Unsicherheitsaufschlag** geführt.

### Zweifel bleiben 2026 im Spiel und ändern das Chance-Risiko-Profil weiter zugunsten von Gold

Gold ist immer eine Alternative, wenn ein sicherer Hafen gesucht wird. Das Motiv, das von der ersten großen Preisbewegung ausging, war jedoch eher politisch-geostrategisch. Die **Zentralbanken der Schwellenländer** – allen voran China – kaufen Gold, um ihre Dollarabhängigkeit zu reduzieren. Das Tempo dieser Käufe hat 2025 etwas nachgelassen, bleibt aber historisch hoch. Erst wenn Vertrauen und geostrategische Abwägungen eine Rückkehr in den US-Dollar auslösen oder sich eine Alternative (Euro) anbietet, dürften sich Zentralbanken vom Gold abwenden. 2026 wird das nicht der Fall sein.

**Nachfrage der Anleger ist wieder da**

Goldnachfrage, Tonnen




Quellen: Macrobond, Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Entscheidend für weitere Rekorde ist das **Anspringen der Investmentnachfrage**. Die zuletzt starken Zuflüsse von institutionellen und privaten Anlegern in ETFs (Goldfonds) sowie Barren und Münzen geben Impulse, während noch bis 2024 Abflüsse belasteten. In der Kapitalanlage hat sich das Chance-Risiko-Profil zugunsten von Gold verschoben.

Zweifel an der **politischen Zuverlässigkeit der USA** lasten auf dem US-Dollar und dem Rentenmarkt. In der Vermögensanlage dürfte das zu einer Veränderung der impliziten Risikoprämie geführt haben, also dem erwarteten Mehrertrag einer riskanten gegenüber einer sicheren Anlage. Aktien und Gold gewinnen dann an **relativer Attraktivität.** Mit weiteren Zinssenkungen der Fed bleiben die Aussichten für Gold damit trotz des Ausnahmejahres 2025 günstig. Das Edelmetall dürfte **2026 weitere Preisrekorde** brechen, auch wenn es etwas gemächlicher zugehen sollte als im Jahr zuvor.

| Preis / Feinunze | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26 | Q4/26 |
|---|---|---|---|---|
| Gold in Euro | 3.739 | 3.750 | 3.833 | 4.000 |
| Gold in US-Dollar | 4.300 | 4.500 | 4.600 | 4.800 |

Quelle: Helaba Research & Advisory

Claudia Windt

## Immobilien: Neue Karten, alte Probleme

**Drei Jahre wirtschaftliche Schwäche und ein schuldenfinanziertes Konjunkturpaket gehen nicht spurlos am Immobilienmarkt vorbei. Verbessert sich 2026 das Blatt der Immobilienwirtschaft?**

Deutschlands Wirtschaft schwächelt seit nunmehr drei Jahren und gilt erneut als „kranker Mann Europas“. Durch eine expansive Fiskalpolitik soll die angeschlagene Wirtschaft nun wieder auf die Beine kommen. Die schuldenfinanzierten Ausgabenprogramme verbessern zwar die Wachstumsperspektiven, verhindern jedoch einen spürbaren Rückgang der langfristigen Zinsen. **Wie entwickeln sich die deutschen Immobilienmärkte in diesem veränderten wirtschaftlichen Umfeld?**

### Full House: Wohnungsknappheit bestimmt Märkte

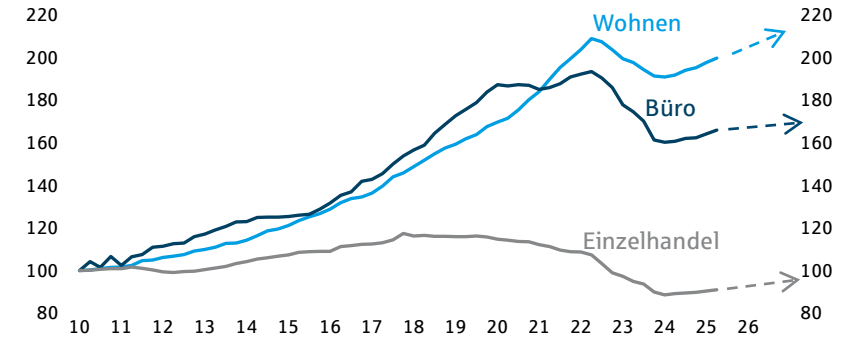
Die expansive Fiskalpolitik dürfte vor allem die **Bauinvestitionen ankurbeln**, dort allerdings durch die zusätzliche Nachfrage auch zu **überdurchschnittlichen Preissteigerungen** führen. Neben der maroden Infrastruktur hat die Bundesregierung die Wohnungsknappheit als zentrale soziale Herausforderung erkannt. Ihr Ziel ist es, zusätzlichen Wohnraum zu schaffen und die Baukosten zu senken, deren kräftiger Anstieg zuvor durch die lange Zeit niedriger Zinsen überdeckt wurde. Der **„Bau-Turbo“** ermöglicht es den Kommunen schneller und flexibler zu bauen, doch diese müssen ihre neuen Möglichkeiten auch nutzen. Weitere Vereinfachungen von Normen und Vorschriften sowie eine gezielte Förderpolitik können dazu beitragen, Kosten zu senken, die Bautätigkeit auszuweiten und den großen Bauüberhang zu aktivieren.

> *„Wohnen wollen wir für alle Menschen bezahlbar, verfügbar und umweltverträglich gestalten.“*
> *Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD*

Auch wenn diese Maßnahmen greifen, ist vorerst nicht mit einem deutlichen Anstieg der Wohnungsfertigstellungen zu rechnen. Zwar haben die Baugenehmigungen in den vergangenen Monaten zugenommen und damit ihren Tiefpunkt hinter sich gelassen. Allerdings benötigen genehmigte Projekte einige Zeit bis zur Fertigstellung. Eine Entlastung der Wohnungsmärkte ist deshalb kurzfristig nicht zu erwarten. Daher dürfte die **Zahl der fertiggestellten Wohnungen auch 2026 rückläufig sein** und weiter auf rund 210.000 Einheiten sinken**.** Erst ab 2027 ist mit wieder steigenden Fertigstellungszahlen zu rechnen.

**Moderate Zuwächse in allen Segmenten**

vdp Immobilienpreisindex Deutschland, Kapitalwerte, Q1 2010 = 100




Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

Insbesondere in den Metropolregionen wird unter dem Bedarf gebaut. Die anhaltende Wohnungsknappheit bleibt damit ein zentraler Treiber für steigende Mieten und Immobilienpreise. Während die Mieten voraussichtlich weiter kräftig zulegen, dürfte sich die **Preisdynamik im kommenden Jahr leicht abschwächen**. Denn durch ein höheres Zinsniveau, geringere Reallohnzuwächse und wieder steigende Kaufpreise **verbessert sich die Erschwinglichkeit nicht weiter.**

### Flight to Quality: Grüne Objekte mit besten Karten

Die **Erholung bei deutschen Gewerbeimmobilien** ist zwar nicht so gefestigt wie am Wohnungsmarkt, jedoch hat auch hier ein neuer Zyklus begonnen. Laut Immobilienpreisindex des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) steigen die Kaufpreise und Mieten bereits seit Sommer 2024. Strukturelle Veränderungen wie die vermehrte Arbeit aus dem Homeoffice, der Onlinehandel und ESG-Anforderungen belasten weiterhin die Branche.

Im **Bürosektor zeigt sich eine Marktteilung**. Während hochwertige Objekte in guten Lagen unverändert stark nachgefragt sind, geraten weniger attraktive Flächen zunehmend unter Druck. Seit 2019 ist die Leerstandsrate in den führenden deutschen Bürostandorten von etwa 3 % auf rund 8 % gestiegen. Dieser Anstieg dürfte sich 2026 verlangsamen, da viele Unternehmen ihre Flächenreduktionen bereits weit vorangetrieben haben. Gleichzeitig ist mit einer **Stabilisierung der Nachfrage** zu rechnen, begünstigt durch die Aussicht auf eine konjunkturelle Erholung. Eine rückläufige Bauaktivität wirkt ebenfalls stützend, da weniger neue Flächen auf den Markt kommen.

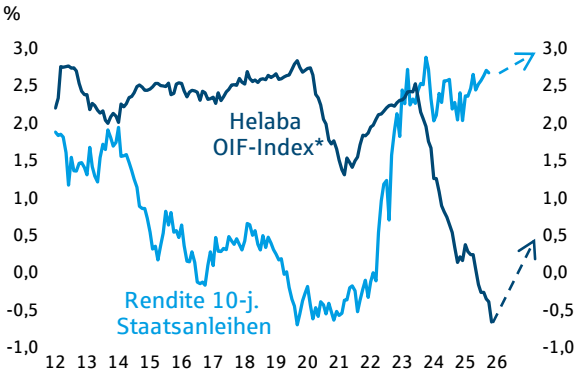
Auch der **stationäre Einzelhandel** hat in den vergangenen Jahren stark gelitten, da der konkurrierende Onlinehandel den Konsumenten mehr Auswahl und oft günstigere Preise bietet. Als Konsequenz nahmen Insolvenzen und Leerstände zu, während Mieten und Kapitalwerte nachgaben. Gleichzeitig eröffnete dieser Strukturwandel auch Chancen für **neue Nutzungskonzepte**. Diese scheinen zu greifen, denn seit mehreren Quartalen steigen die Immobilienwerte wieder. Die erwartete Erholung des privaten Konsums infolge weiter steigender Reallöhne dürfte die Einzelhandelsumsätze im kommenden Jahr spürbar erhöhen.

Ein zentraler Treiber für gewerbliche Bauinvestitionen bleibt die **wachsende Bedeutung ESG-konformer Immobilien.** Nachhaltigkeitskriterien gewinnen an Relevanz, sowohl im Neubau als auch im Bestand. Die Branche reagiert mit innovativen Konzepten wie Umwandlung, Mischnutzung und flexiblen Flächenangeboten. In diesem Kontext wird gutes **Asset Management immer wichtiger**. Denn nicht alle Objekte sind in ihrer aktuellen Form zukunftsfähig. Manche verlieren angesichts veränderter Nachfrage an Attraktivität, müssen umgewidmet werden oder drohen, zu „Stranded Assets“ zu werden.

## Eine Runde aussetzen: Offene Immobilienfonds im Wartemodus

Während sich Gewerbeimmobilien allmählich erholen, bleiben **offene Immobilienfonds im Wartemodus.** Ihre Bewertung erfolgt über Gutachter und reagiert daher zeitverzögert auf Marktveränderungen. Das zeigt sich auch in der aktuellen Performance. Der „Helaba OIF-Index“, der die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Publikumsfonds der vier führenden Anbieter abbildet, fiel zuletzt auf -0,7 %. Der durch Abwertungen bei einzelnen Fonds verursachte Renditerückgang wird voraussichtlich zu Beginn des neuen Jahres seinen Tiefpunkt erreichen und sich im **Jahresverlauf langsam erholen.** Für das Jahresende 2026 erwarten wir einen Stand von 0,5 %. Damit bleibt die Rendite deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von rund 3 % und auch unter der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen.

**Offene Immobilienfonds noch unter Druck**




*Gesamtrendite, Durchschnitt von neun großen offenen Immobilienfonds
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Die **geringe Attraktivität gegenüber festverzinslichen Anlagen** belastet die Fonds auch künftig. Obwohl die Netto-Mittelabflüsse anhalten, sind nach Angaben der Bundesbank die **Liquiditätsrisiken** aufgrund bislang ausreichender liquider Mittel sowie langer Mindesthalte- und Kündigungsfristen **begrenzt**. So halten die offenen Immobilienfonds rund 10 % ihres Vermögens als Bankguthaben. Damit liegt der Anteil der liquiden Mittel deutlich über den gesetzlich vorgeschriebenen 5 %.

| % gg. Vorjahr | 2022 | 2023 | 2024 | 2025p | 2026p |
|---|---|---|---|---|---|
| Helaba OIF-Index* | 2,3 | 1,5 | 0,2 | -0,7 | 0,5 |
| Wohnimmobilien** | 7,2 | -5,0 | -1,3 | 4,0 | 3,5 |
| Gewerbeimmobilien** | -0,4 | -10,2 | -5,3 | 2,5 | 2,5 |

*offene Immobilienfonds (Jahresrendite); **vdp Preisindizes Deutschland (Jahresdurchschnitt); p=Prognose; Quellen: vdp, LSEG, Helaba Research & Advisory

**Trotz der fortschreitenden Erholung bleibt der deutsche Immobilienmarkt herausfordernd.** Während Wohnimmobilien durch die Angebotsknappheit gestützt werden und auch im Gewerbesegment Aufwärtstendenzen sichtbar sind, erfordern das höhere Zinsumfeld, ESG-Vorgaben und veränderte Nutzungsbedarfe die besondere Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer. Offene Immobilienfonds stehen weiterhin unter Druck, vor allem wegen der Konkurrenz durch attraktiv verzinste Alternativen.

Paul Richter

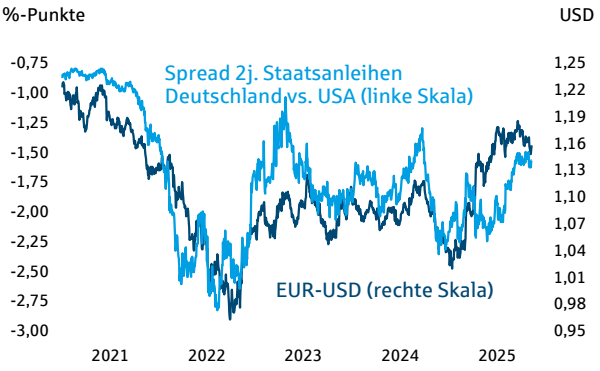
## Devisen: Trump kein Trumpf für Dollar

**Der US-Dollar leidet unter den Unsicherheiten durch Präsident Trump. Für eine Trendwende 2026 spricht wenig: Die US-Politik bleibt ein Risikofaktor, zudem wird die Geldpolitik weiter gelockert.**

Der US-Dollar war 2025 ungeachtet zeitweiliger Erholungen der große Verlierer. Der von Donald Trump angezettelte Handelskonflikt belastete – entgegen manchen Erwartungen – zusammen mit anderen Maßnahmen die US-Währung. Allgemein litt der **Greenback unter den politischen Unsicherheiten**, dem Hin und Her an sich, der zunehmenden US-Verschuldung und dem Zweifel an der Notenbankunabhängigkeit sowie der Rechtsstaatlichkeit. Umgekehrt profitierte vor allem der Euro, wenngleich weniger aus eigener Stärke.

**Präsident Trump** wird seine Politik 2026 wohl kaum grundlegend ändern. Sein erratischer Stil, protektionistische Maßnahmen, eine lockere Fiskalpolitik sowie die Beeinflussung der Geldpolitik werden andauern. Hinzu kommt, dass Trump einen neuen Notenbankchef ernennen darf. Wer dies sein wird und wie unabhängig dieser noch agieren kann, wird sich zeigen. Allein kann dieser die Geldpolitik aber nicht bestimmen. Allerdings spricht wenig dafür, dass sich die aufgekommenen Zweifel am US-Dollar in Wohlgefallen auflösen und dieser 2026 ein großes Comeback starten wird.

**Sinkender US-Renditevorteil als Belastung**




Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

### Schrumpfender US-Zinsvorteil

Die Fed wird ihren wieder aufgenommenen Zinssenkungskurs 2026 fortsetzen. Trotz eines neuen Chefs sollten die Lockerungen im Rahmen bleiben, selbst wenn der Druck von Donald Trump andauert. Da aber die EZB die Füße stillhält, wird der US-Zinsvorteil gegenüber dem Euro zurückgehen. Die Kapitalmärkte haben davon schon einiges vorweggenommen, sodass hier die Ausschläge weniger groß ausfallen. Dennoch bleibt die Tendenz eines nachlassenden US-Zinsvorteils, was den Dollar belasten dürfte. Schließlich spiegeln die Zinsen auch die fundamentale Entwicklung wider. Der **Wachstumsvorteil der USA gegenüber der Eurozone wird weiter nachlassen**. Neben den stärkeren Konjunkturimpulsen in Europa – vor allem in Deutschland – läuft es in der US-Wirtschaft wegen Trump weniger rund.

### US-Präsident Trump als Malus

Der Einfluss von Konjunktur und insbesondere Geldpolitik auf den Devisenmarkt ist jedoch seit Trumps Amtsantritt weniger ausgeprägt als zuvor. Sorgen und Befürchtungen über politische Maßnahmen zeigen sich in den Kursen. Trump ist sicher kein Freund eines starken Dollars, auch wenn er sich dessen internationale Führungsrolle weiterhin wünscht. Tatsächlich ist der **Greenback** trotz der Verluste bei langfristiger Betrachtung gegenüber vielen Währungen immer **noch hoch bewertet**. Die Defizite in der Handels- und Leistungsbilanz der USA sind groß. Die Trump-Zölle werden daran nicht viel ändern.

> *„The strong-dollar policy is completely intact with President Trump. We want the dollar to be strong. What we don't want is other countries to weaken their currencies, to manipulate their trade."*
> *Scott Bessent, US-Finanzminister*

Eine bewusste Abwertungsstrategie von Trump kann man bisher nicht erkennen. Jenseits der Verunsicherung von Anlegern deuten keine konkreten Handlungen darauf hin. Dennoch bleibt für Investoren ein gewisses Risiko, für das sie wohl eine Prämie verlangen. Zusammen mit der Zinsentwicklung spricht diese Unsicherheit weiter gegen den US-Dollar. Kurzzeitige Erholungen sind sicher möglich, gerade wenn es in Europa phasenweise nicht so rund läuft. Grundsätzlich setzt sich die Dollar-Abwertung aber noch fort, der **Euro-Dollar-Kurs dürfte bis Ende 2026 auf 1,20** steigen.

## Britisches Pfund ohne klaren Trend

Das **Britische Pfund** zählte 2025 zu den Verlierern gegenüber dem Euro, selbst wenn es gegenüber dem US-Dollar zulegte. Dabei lockerte die Bank of England zögerlich ihre Politik. Allerdings dürfte die britische Notenbank im Gegensatz zur EZB 2026 ihren Leitzins senken, vermutlich auf 3,5 %. Mittlerweile sollte dies an den Finanzmärkten jedoch eingepreist sein, sodass das Pfund dadurch kaum noch belastet wird.

Die **britische Konjunktur schlug sich besser als befürchtet.** Auch 2026 wird das Wachstum etwas höher als in der Eurozone ausfallen. Das Pfund hat allerdings einen gewissen Malus: Aufgrund des signifikanten Leistungsbilanzdefizits und des Brexits ist Großbritannien anfällig für Unsicherheiten. So hat die Regierung Schwierigkeiten, ihren Haushalt zu finanzieren. Diese Probleme sind im internationalen Vergleich nicht einmal besonders groß, setzten jedoch zeitweilig britische Staatsanleihen und die Währung unter Druck. Daher bleibt das Pfund anfällig, selbst wenn das Makroumfeld halbwegs solide ist. Insgesamt dürfte der **Euro-Pfund-Kurs eher seitwärts tendieren**. Gegenüber dem US-Dollar könnte die britische Währung leicht zulegen.

| gg. Euro | Q1/26 | Q2/26 | Q3/26 | Q4/26 |
|---|---|---|---|---|
| US-Dollar | 1,15 | 1,20 | 1,20 | 1,20 |
| Japanischer Yen | 170 | 170 | 168 | 168 |
| Britisches Pfund | 0,88 | 0,88 | 0,87 | 0,86 |
| Schweizer Franken | 0,94 | 0,95 | 0,95 | 0,96 |

Quelle: Helaba Research & Advisory

## Potenzial des Schweizer Frankens ausgereizt

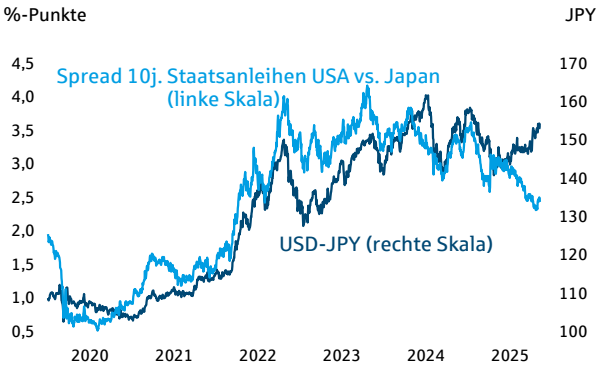
Der **Schweizer Franken** gehörte 2025 einmal mehr zu den Gewinnern am Devisenmarkt. Der sichere Anlagehafen profitierte von den globalen Unsicherheiten – trotz der insgesamt guten Laune an den Finanzmärkten. Da sich die Risiken 2026 kaum in Luft auflösen werden, erhält der Franken von dieser Seite weiter Unterstützung. Die hohen US-Strafzölle für die Schweiz sind dagegen am Devisenmarkt bislang kein großes Thema.

Die Schweizer Nationalbank wird vermutlich **Negativzinsen vermeiden** wollen und ihren Leitzins bei 0,0 % belassen. Dennoch deuten die Zinsdifferenzen gegenüber der Eurozone auf einen höheren Euro-Franken-Kurs. Außerdem sind zeitweilig auch **Devisenmarktinterventionen der Notenbank möglich** – die Teuerung bleibt nur knapp über der Nullmarke. Die Schweizer Wirtschaft wird 2026 im Gegensatz zu den Vorjahren wohl schwächer wachsen als die Eurozone. Sofern nicht neue Unsicherheiten dem Franken in die Karten spielen, dürfte die Schweizer Währung gegenüber dem Euro leicht nachgeben.

## Japanischer Yen mit guten Karten

Trotz einer zwischenzeitlich kräftigen Aufwertung zählte der **Japanische Yen** 2025 nicht zu den großen Siegern. Dem leichten Plus gegenüber dem US-Dollar stehen klare Minuszeichen gegenüber Euro und vielen anderen Währungen entgegen. Dabei hätte der Yen eigentlich seinen Joker ausspielen können: die Geldpolitik. Denn gegen den internationalen Trend **strafft die Bank of Japan** ihre Politik. Allerdings geht sie ungeachtet der erhöhten Inflation nur sehr behutsam vor, weshalb manche Investoren vielleicht die Geduld verloren haben.

**Renditedifferenzen zeigen klares Bild beim Yen**




Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Von der **neuen Premierministerin** Takaichi kam sicher kein Rückenwind, sie gilt als Skeptikerin einer strafferen Geldpolitik. Dabei ist keineswegs ausgemacht, dass sie die Notenbank zügelt. Weitere vorsichtige Zinserhöhungen sind daher zu erwarten. Aber selbst unabhängig von der japanischen Politik schrumpft der Zinsnachteil Japans, da in den USA die Zinsen gesenkt werden. Die **Renditedifferenzen sprechen eindeutig für den Yen**, sowohl gegenüber Dollar als auch Euro. Außerdem gilt Japans Währung auf Basis langfristiger Bewertungsindikatoren als sehr günstig. Deshalb sind die Karten für den Yen gut gemischt, zugegeben: nicht zum ersten Mal.

Christian Apelt, CFA



## Deutschland: Die Regierung ist am Zug

**Nach Jahren der schrumpfenden Wirtschaft steht Deutschland vor dem Aufschwung. Die steigenden Staatsausgaben unterstützen dabei. Dennoch braucht das Land Strukturreformen.**

Die letzten Jahre waren für die deutsche Wirtschaft schlechter als zunächst unterstellt. Eine umfangreiche Revision der BIP-Daten des Statistischen Bundesamtes zeigte, dass **das deutsche Sozialprodukt 2023 und 2024 schrumpfte** und es in diesem Zeitraum gleich zwei technische Rezessionen[1] gab. Diese revidierten Daten passen auch deutlich besser zu der tristen Stimmung in Deutschland. Im zurückliegenden Jahr kam die Konjunktur hierzulande noch nicht in Fahrt. Vor allem ein politischer Akteur jenseits des Atlantiks präsentiert sich als Spielverderber und macht es der exportorientierten deutschen Wirtschaft schwer. Während die binnenwirtschaftliche Nachfrage hierzulande zunahm, verringerte sich die Auslandsnachfrage aus den Vereinigten Staaten durch die höheren US-Importzölle. Neben diesem negativen politischen Effekt aus den USA gibt es aber einen weiteren politischen Effekt, der unterstützend auf die deutsche Konjunktur wirken dürfte.

| | 2025s | 2026p | 2027p |
|---|---|---|---|
| Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj. | 0,2 | 1,8 | 1,6 |
| BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj. | 0,3 | 1,5 | 1,5 |
| Private Konsumausgaben, % gg. Vj. | 1,0 | 1,5 | 1,0 |
| Staatskonsum, % gg. Vj. | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj. | -0,7 | 1,5 | 2,0 |
| Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj. | -2,0 | 1,0 | 2,0 |
| Bauinvestitionen, % gg. Vj. | -1,5 | 2,0 | 2,0 |
| Exporte, % gg. Vj. | -0,5 | 0,0 | 1,0 |
| Importe, % gg. Vj. | 3,5 | 1,0 | 1,0 |
| Inflationsrate, % gg. Vj. | 2,1 | 2,1 | 2,2 |
| Arbeitslosenquote, % | 6,3 | 6,0 | 5,3 |
| Arbeitslose, Tsd. | 2.875 | 2.750 | 2425 |
| Budgetsaldo, % des BIP | -3,0 | -3,5 | -3,6 |
| Leistungsbilanzsaldo, % des BIP | 4,3 | 4,6 | 5,1 |

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory s=Schätzung, p=Prognose

Nach den Bundestagswahlen im Februar wurde die Schuldenbremse gelockert und die **neue Bundesregierung** unter Führung von Kanzler Merz einigte sich auf das größte Schuldenpaket in der Geschichte der Bundesrepublik. Durch dieses Fiskalpaket werden sowohl der Staatskonsum als auch die öffentlichen Investitionen in den kommenden Jahren kräftig zunehmen und somit zum Aufschwung beitragen. Für 2026 erwarten wir hierzulande ein **Wirtschaftswachstum von 1,5 %.** Damit wird Deutschland die Eurozone nicht mehr ausbremsen, wie in den vergangenen Jahren.

### Privater Konsum macht den ersten Stich

Vor allem die steigende Konsumnachfrage der privaten Haushalte dürfte 2026 für einen **konjunkturellen Aufschwung** sorgen, denn die privaten Konsumausgaben machen gut die Hälfte des Sozialprodukts aus. Die Haushalte scheinen den Inflationsschock der letzten Jahre allmählich verdaut zu haben und wieder bereit zu sein, mehr zu konsumieren, denn die Reallöhne steigen schon seit längerem wieder. Da die **Teuerungsrate bei den Verbraucherpreisen** in diesem und im nächsten Jahr voraussichtlich **bei moderaten 2,1 %** bleiben wird, werden die realen Einkommen auch weiterhin zunehmen. Die höhere Konsumnachfrage kurbelt die gesamte Wirtschaft an. Sowohl die Beschäftigung als auch die Investitionstätigkeit nehmen zu, was wiederum zu einer zunehmenden Nachfrage führen dürfte. Die bislang niedrige Kapazitätsauslastung in der Industrie wird dadurch erhöht und **auch das Verarbeitende Gewerbe erholt sich**.

> *„In der Wirtschaft geht es nicht darum, das beste Blatt zu haben, sondern zu wissen, wann man die richtigen Karten ausspielt."*
> *Randy Pausch*

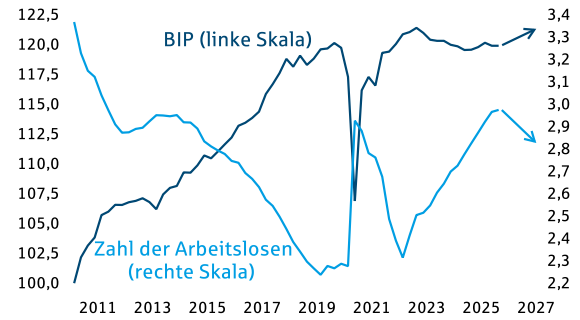
### Kommen Strukturreformen? Die Regierung lässt sich nicht in die Karten schauen

Die öffentlichen Ausgaben in Deutschland nehmen schon seit Jahrzehnten zu, doch die Fiskalpakete werden einen zusätzlichen Impuls geben. **Sowohl der Staatskonsum als auch die öffentlichen Investitionen werden durch die erhöhte Schuldenaufnahme steigen** und somit für einen Wachstumsbeitrag sorgen. Langfristig wäre vor allem wichtig, dass die zusätzlichen Finanzmittel primär in Investitionen fließen, die nachhaltig die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit stärken.

[1] Definition technische Rezession: Das Bruttoinlandsprodukt war in mindestens zwei aufeinanderfolgenden Quartalen rückläufig.

Zudem ist in den von Krisen und konjunktureller Schwäche geprägten letzten Jahren der **Reformdruck** gestiegen. Strukturelle Probleme wie hohe Energiekosten, Steuern und Abgaben sowie die überbordende Bürokratie belasten die deutschen Unternehmen und Arbeitnehmer. Der Aufschwung könnte sich für die Regierung als Joker erweisen, denn wenn es wirtschaftlich wieder besser läuft, dürften auch die kritischen Stimmen abnehmen. Die Strukturprobleme werden zwar durch eine bessere Konjunktur nicht gelöst. In einem solchen Umfeld sind aber Reformen, die bei vielen Wählern unbeliebt sind, leichter durchzusetzen.

**Mit BIP-Wachstum sinkt die Arbeitslosigkeit**




Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

## Der Arbeitsmarkt steht vor einer Trendwende

In den kommenden Monaten dürfte die Zahl der Arbeitssuchenden infolge des erwarteten konjunkturellen Aufschwungs abnehmen. Die **Zahl der Beschäftigten wird steigen** und die aggregierte Kaufkraft erhöhen. Dies verbessert wiederum die Verbraucherstimmung und die Konsumnachfrage nimmt zu, wodurch einige Unternehmen mehr Beschäftigte einstellen dürften.

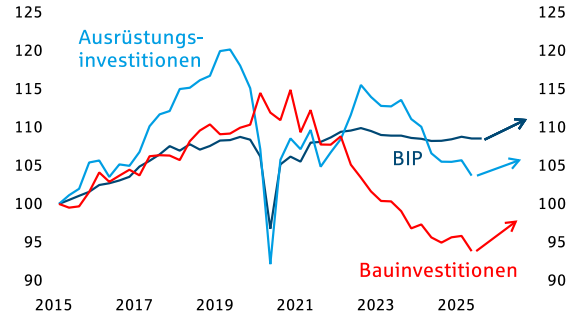
Die Arbeitslosenquote, die aktuell so hoch ist wie seit Juli 2020 nicht mehr, sollte ihren Höchststand erreicht haben. Sie verharrt schon seit März 2025 auf diesem hohen Niveau. Die **durchschnittliche Arbeitslosenquote** dürfte von 6,3 % im zurückliegenden Jahr **auf 6,0 % im Jahr 2026 zurückgehen**. Die durchschnittliche Arbeitslosenzahl dürfte dann etwa 2.750.000 betragen – rund 200.000 weniger als aktuell.

## Mehr Investitionen = mehr Wachstum

Besonders die Investitionen entwickelten sich in den vergangenen Jahren schwach. Verschleiß findet dennoch statt und ältere Maschinen oder Bauten müssen ersetzt werden. Die unterlassenen Investitionen führen daher mit der Zeit zu Nachholeffekten. **Verbesserte konjunkturelle Aussichten** sprechen ebenfalls für eine erhöhte Investitionsbereitschaft.

**2026 wird wieder mehr investiert**

Reales Bruttoinlandsprodukt und Komponenten, Index: Q1 2015 = 100




Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Auch die zunehmenden Staatsausgaben sollten die Anlageinvestitionen ankurbeln. Viele dieser zusätzlichen Finanzmittel werden in die Verteidigung fließen. Ein Teil der **Rüstungsausgaben** zählt zwar zum Staatskonsum, doch der Rest wird in der Statistik als **öffentliche Investitionen** verbucht und erhöht somit die Ausrüstungsinvestitionen. Die Mittel aus dem Sondervermögen für Infrastruktur werden hingegen vor allem die öffentlichen Bauinvestitionen zunehmen lassen.

## US-Politik spielt deutschen Exporteuren nicht in die Karten

**Von der Auslandsnachfrage** wird **2026 kein Wachstumsimpuls** ausgehen. Die deutschen US-Exporte sind im Jahresverlauf 2025 deutlich gesunken. Die exportorientierten Unternehmen können in Zeiten der handelspolitischen Unsicherheit also nicht alles auf eine Karte setzen, sondern müssen versuchen, ihre Absatzmärkte zu diversifizieren. Immerhin hat sich der Außenhandel innerhalb der Europäischen Union zuletzt intensiviert. Hier bieten sich also Chancen. Dennoch dürfte die Außenwirtschaft insgesamt 2026 keinen Wachstumsbeitrag leisten.

Simon Azarbayjani



## USA: Die Devise heißt weiter „Vabanque!“

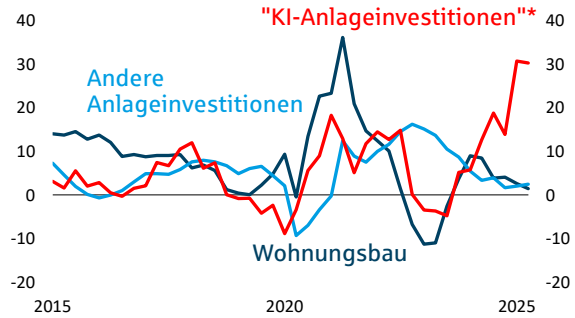
**Nur gemessen an 2025 verspricht 2026 ein etwas ruhigeres Jahr zu werden. Da Donald Trump bisher kaum auf nennenswerte Widerstände gestoßen ist, warum die Spielweise ändern?**

Seit seinem Amtsantritt im Januar 2025 hat Präsident Trump die innenpolitischen **Spielregeln komplett geändert**, den Rechtsstaat unterhöhlt, den Dekarbonisierungskurs der US-Regierung beendet, die Unabhängigkeit der Notenbank unterminiert und eine Vollbremsung bei der Nettozuwanderung herbeigeführt. Für viele im Ausland noch relevanter hat er zudem die bisherigen **Grundlagen des geopolitischen Gefüges erschüttert** und einen **extremen Konfrontationskurs in der Handelspolitik** eingeschlagen – nicht nur vis-à-vis China, sondern auch gegenüber vielen eigentlich mit den USA verbündeten Ländern.

Diese **abrupte Kehrtwende** in der US-amerikanischen Politik hat zwei Arten von **Konsequenzen** für Wirtschaft und Finanzmärkte: **kurzfristig konjunkturelle und langfristig strukturelle**. Nachdem die Regierungen der USA und Chinas im Mai von den kurzzeitig drohenden Prohibitivzöllen Abstand genommen hatten, stellte sich der konjunkturelle Schock als verkraftbar heraus. Trotz eines enormen **Unsicherheitsschubs** und obwohl Trump das jahrzehntelang gut funktionierende System eines weitgehend freien Welthandels beendete, hat die globale Wirtschaft den Zollschock besser verdaut als viele befürchtet hatten. Nach der Absprache mit China Ende Oktober ist eine zwischendurch drohende Eskalation zumindest kurzfristig wohl erst mal vom Tisch.

**KI: Voller Einsatz!**

Nominale private Anlageinvestitionen, % gg. Vj.




* "Computers & peripheral equipment", "Communications equipment" und "Structures: data center"
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Zwar hat sich in den Vereinigten Staaten der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts 2025 gegenüber den rund 3 % der Vorjahre verlangsamt, jenseits der zollinduzierten **Volatilität der Importe** bleiben die USA aber zunächst auf einem Wachstumspfad von rund 2 %.

### Künstliche Intelligenz ist Trumpf!

Dabei hat die US-Wirtschaft zuletzt spürbar von ihrer **Trumpfkarte** profitiert: der **Führungsrolle in der KI**. Die mit dem Tech-Sektor zusammenhängenden Investitionen, einschließlich des Baus von Rechenzentren, machen aktuell **fast den gesamten Anstieg der Investitionsnachfrage** aus. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass sich dies 2026 fortsetzt.

Darüber hinaus hat dieser sektorale Boom den **starken Anstieg des Aktienmarktes** befeuert, der das Finanzvermögen der Haushalte erhöht und damit die Konsumausgaben gestützt hat. Nachdem die Überschussersparnis aus der Pandemie aufgezehrt war und sich Stellenaufbau sowie Lohnauftrieb spürbar verlangsamt haben, trägt dies sicher zum robusten **Konsum** bei, der im August 2025 real 2,7 % über dem Vorjahr lag.

Stützen werden 2026 zudem die **niedrigeren Leitzinsen** (siehe Text Geldpolitik). Schon vor der ersten Zinssenkung im September 2025 haben dabei steigende Aktienkurse und ein **schwächerer US-Dollar** zu gelockerten monetären Bedingungen geführt, die mit Verzögerung die Konjunktur anschieben sollten.

### Längerfristige Perspektiven: Düster, auch dank der Fiskalpolitik

Strukturell bringt die Politik Trumps vor allem **Belastungen und Nachteile**. Hoffnungen auf eine Liberalisierung von Märkten oder den Abbau von Bürokratie wurden bislang enttäuscht, da sich der Fokus der Regierung eher auf ideologische Fragen („wokeness“, Klimaschutz) oder sogar auf Möglichkeiten zur Bereicherung von verbündeten Interessengruppen oder Regierungsmitgliedern beschränkt. In der **Fiskalpolitik** stehen die Zeichen auf unge-

bremste Schuldenmacherei. Trotz erheblicher Mehreinnahmen auf der Zollseite wird mit Hilfe von Trumps Steuersenkungen („One Big Beautiful Bill") das Defizit im Bundeshaushalt von schon hohen 6,5 % 2025 noch einmal auf rund 7 % steigen. Schuldenstand und Zinsausgaben des Bundes werden für die USA zunehmend zu einem Problem, das sich auch schon bei den Zinsen und am Devisenmarkt bemerkbar macht.

> *„I can do whatever I want!"*
> *Donald Trump*

Selbst wenn die KI-Industrie auf Jahre hinaus die US-Wirtschaft stützen sollte, trüben **Einwanderungs- und Handelspolitik** die Wachstumsperspektiven. Hier ist keine Kursänderung abzusehen. Eine Nettozuwanderung von null wird den erwarteten Anstieg der Arbeitslosigkeit (Prognose 2026: 4,5 %) dämpfen, aber eben auch den möglichen Beschäftigungszuwachs. Andauernde Unsicherheit in der Handelspolitik, höhere Kosten für importierte Güter, beschränkter Zugang zum globalen Talentpool und die Schutzmauer für favorisierte Branchen werden die **Wettbewerbsfähigkeit der US-Unternehmen** und den Produktivitätszuwachs schmälern. Schon jetzt sind die USA laut internationalen „Competitiveness"-Rankings nicht mehr unter den „Top Ten".

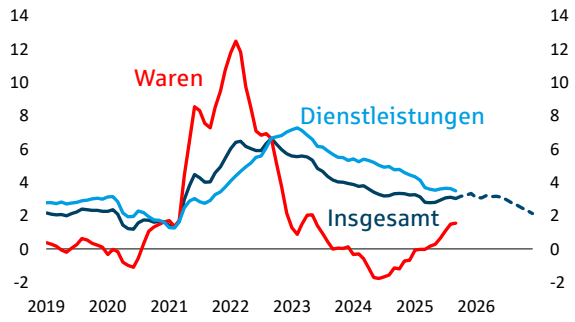
Während die USA **2026** unter dem Strich **ein Wachstum von rund 2 %** verzeichnen sollten, ist das Potenzialwachstum dank der „Politikwende" Trumps wohl um einiges niedriger. Auf mittlere Sicht wird der bis 2024 deutliche Vorsprung der USA gegenüber der EU schrumpfen und das reale Bruttoinlandsprodukt im Trend nur noch ein jährliches Plus von knapp 1,5 % erreichen.

## Zolleffekte auf die Inflation: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Wie die meisten Beobachter gehen wir davon aus, dass Trumps **Zölle** primär von den **US-Importeuren bzw. den inländischen Endnachfragern getragen** werden. Dies wird auch von der empirischen Evidenz gestützt. Da viele Zölle aber erst im Spätsommer voll wirksam wurden und die effektiven Sätze (Zolleinnahmen im Verhältnis zu den Warenimporten) noch deutlich unter den nominellen Sätzen liegen, ist die Wirkung kleiner als die Schlagzeilen erwarten ließen. Das Überwälzen braucht auch länger, nicht zuletzt, weil viele Unternehmen angesichts der unsicheren zukünftigen Regeln erst einmal abwarten und aus **Rücksicht auf die Umsätze** Preiserhöhungen über einen längeren Zeitraum strecken. Der Nachteil: Dies steigert das Risiko, dass aus einem einmaligen Preisniveaueffekt doch noch ein Inflationsprozess wird.

**Preise: Zolleffekt (hoffentlich) nur temporär**

Kernverbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel, % gg. Vj.*




*Prognosen ab Oktober 2025
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Schon im Herbst 2025 ist die Teuerung höher als sie ohne Zölle wäre. Die Wirkung wird ihren **Hochpunkt** wohl – wenn eine neuerliche Eskalation ausbleibt – **Anfang 2026** erreichen und danach wieder abflauen. So rechnen wir für 2026 noch mit einem jahresdurchschnittlichen **Anstieg der Verbraucherpreise um 2,7 %** (2025: 2,8 %). Im Verlauf des Jahres dürften Zolleffekte und die Teuerung aber nachlassen. Letztere sollte Ende 2026 rund 2 ¼ % erreichen. Ein stärkerer Rückgang wird u.a. von den **anziehenden Strompreisen** verhindert – ein Pferdefuß des KI-Booms bei gleichzeitiger Abkehr von preiswerten, nachhaltigen Energiequellen. Auch die Knappheit von Arbeitskräften dürfte den **Anstieg der Löhne**, die in vielen Branchen der wichtigste Kostenfaktor sind, hochhalten.

| | | 2024 | 2025s | 2026p | 2027p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 2,8 | 2,0 | 2,0 | 1,5 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,5 |
| Arbeitslosenquote | % | 4,0 | 4,2 | 4,5 | 4,3 |
| Budgetsaldo* | % des BIP | -6,7 | -6,5 | -7,0 | -7,0 |

*Bundesebene inkl. Sozialversicherungen
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Patrick Franke

## China: Alles auf eine Karte!

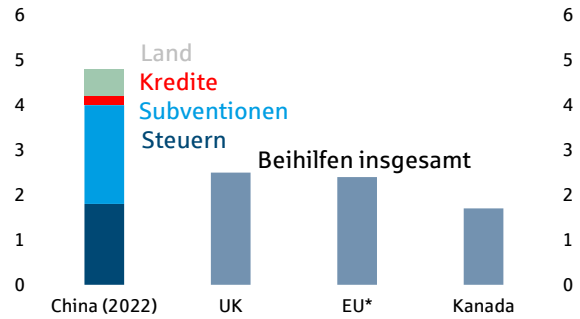
**Die Regierung sieht sich auf der Gewinnerstraße und folgt weiter ihrer aggressiven Exportstrategie. Dies dürfte sich auch 2026 auszahlen – sofern die große Eskalation mit den USA ausbleibt.**

China hat im Konflikt mit den USA derzeit gute Karten. Viele Beobachter sehen Peking in einer klaren **Gewinnerposition**. Das oft ungeschickte, stets rücksichtslose und erratische Agieren in Washington lässt China nun häufig als den verlässlicheren Partner erscheinen, nicht nur in Schwellenländern, sondern vermehrt auch in Industrieländern. Das plötzliche unilaterale Abschotten der USA macht ein gleichzeitiges Abkoppeln von China – für zahlreiche Länder schon vorher der wichtigste Handelspartner – noch schwieriger, wenn nicht unmöglich.

Davon profitiert China nicht nur außen-, sondern auch handelspolitisch. Während die **Warenexporte** in die USA in den ersten neun Monaten 2025 17 % niedriger waren als in der Vergleichsperiode des Vorjahrs, legten die Ausfuhren in den Rest der Welt um 10 % zu. Dies reflektiert nicht nur eine Umleitung von Handelsströmen in die USA über Drittländer zwecks Zollvermeidung („transshipment"), sondern auch den **verstärkten Fokus** chinesischer Unternehmen **auf andere Märkte** in Europa, Asien, Afrika und Südamerika. Die dortigen Unternehmen sehen sich damit nicht nur durch verschlechterte Absatzperspektiven in den USA, sondern zusätzlich wegen der verstärkten Konkurrenz aus China – daheim und auf Drittmärkten – unter Druck.

**Fair play?**

Staatliche Unternehmensbeihilfen, % am BIP (2021)




*Durchschnitt Dänemark, Italien, Irland, Frankreich, Schweden und Niederlande
Quellen: IWF, Helaba Research & Advisory

Nach dem sich abzeichnenden deutlichen Plus 2025 gehen wir davon aus, dass die Exporte insgesamt 2026 eine Wachstumsstütze bleiben. Der temporäre **„Deal" mit den USA**, der die zwischendurch im Raum stehenden umfangreichen zusätzlichen Zölle erst mal bis November 2026 vertagt, sollte dies möglich machen.

### Binnennachfrage: Nur ein vager Hoffnungsschimmer

Auch in der **Binnenwirtschaft** ist eine Stabilisierung erkennbar, allerdings lassen Anzeichen für eine spürbare Belebung des Konsums weiter auf sich warten. Eine Erholung am Immobilienmarkt ist ebenfalls noch nicht in trockenen Tüchern, auch wenn sich hier regionale Lichtblicke zeigen.

> *„Die zehn Grundsätze: […]*
> *Sei innovativ! Sei kooperativ!*
> *Lass Dir nicht in die Karten schauen!"*
> *Sunzi, Die Kunst des Krieges*

Die Regierung hat zwar ihren **fiskalpolitischen Stimulus** hochgefahren, bleibt aber hinter ihren Möglichkeiten zurück. Man setzt weiterhin alles auf eine Karte: den Export. Die offiziellen Wachstumszahlen erscheinen uns dabei unverändert zu hoch. Aber für 2025 wird, zumindest nach Lesart der Regierung, wohl ein Plus beim realen BIP von 4,8 % zu Buche stehen. Für 2026 rechnen wir mit einer Rate von 4,3 %, die aber in der Realität eine weitgehend unveränderte Dynamik der Wirtschaft reflektieren wird.

### Stagnierendes Preisniveau

| | | 2024 | 2025s | 2026p | 2027p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 5,0 | 4,8 | 4,3 | 3,8 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 0,2 | 0,0 | 0,9 | 1,5 |
| Arbeitslosenquote* | % | 5,1 | 5,2 | 5,0 | 4,9 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -7,3 | -8,6 | -8,5 | -8,5 |

*"Surveyed". Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Überschusskapazitäten** in der chinesischen Industrie und die nach wie vor schwache Binnennachfrage verhindern Preissteigerungen. Hinzu kommen fallende **Nahrungsmittelpreise**: Der Großhandelspreis für Schweinefleisch, ein wichtiges Grundnahrungsmittel, liegt im Herbst 2025 mehr als 20 % gg. Vj. im Minus. Dies drückt den Verbraucherpreisindex insgesamt. Nach einem weitgehend unveränderten Index 2025 dürfte sich die Teuerung 2026 der 1 %-Marke nähern. Nicht nur für die Fiskal-, sondern auch für die Geldpolitik stehen daher die Zeichen für zusätzlichen Stimulus auf grün.

Patrick Franke

## Prognosetabelle: BIP und Inflation

| | Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, % | | | | Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, % | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **2024** | **2025s** | **2026p** | **2027p** | **2024** | **2025s** | **2026p** | **2027p** |
| Eurozone | 0,8 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 2,4 | 2,1 | 2,1 | 2,2 |
| Deutschland | -0,5 | 0,3 | 1,5 | 1,5 | 2,2 | 2,1 | 2,1 | 2,2 |
| Frankreich | 1,1 | 0,9 | 1,1 | 1,0 | 2,3 | 1,0 | 1,5 | 2,1 |
| Italien | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 0,5 | 1,1 | 1,7 | 1,6 | 2,4 |
| Spanien | 3,5 | 2,9 | 2,1 | 1,7 | 2,9 | 2,7 | 2,4 | 2,2 |
| Niederlande | 1,1 | 1,5 | 1,1 | 1,6 | 3,2 | 3,1 | 2,5 | 2,3 |
| Österreich | -0,8 | 0,3 | 1,0 | 1,5 | 2,9 | 3,5 | 2,5 | 2,3 |
| Schweden | 0,8 | 1,3 | 2,5 | 2,2 | 2,8 | 0,7 | 1,0 | 1,5 |
| Polen | 3,0 | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 3,6 | 3,9 | 3,0 | 3,0 |
| Tschechien | 1,1 | 2,5 | 2,5 | 2,7 | 2,4 | 2,6 | 2,7 | 2,5 |
| Ungarn | 0,6 | 0,3 | 2,3 | 2,5 | 3,7 | 4,6 | 3,8 | 3,3 |
| Großbritannien | 1,1 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 2,5 | 2,5 |
| Schweiz | 1,0 | 1,5 | 1,0 | 1,7 | 1,1 | 0,2 | 0,5 | 1,0 |
| USA | 2,8 | 2,0 | 2,0 | 1,5 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,5 |
| Japan | 0,1 | 1,1 | 0,8 | 0,8 | 2,7 | 3,0 | 2,0 | 2,0 |
| Asien ohne Japan | 4,7 | 4,5 | 4,2 | 4,0 | 1,5 | 1,0 | 1,7 | 2,1 |
| China | 5,0 | 4,8 | 4,3 | 3,8 | 0,2 | 0,0 | 0,9 | 1,5 |
| Indien* | 6,5 | 6,7 | 6,1 | 6,3 | 4,9 | 3,0 | 3,7 | 4,0 |
| Russland | 3,8 | 0,7 | 1,4 | 1,5 | 8,4 | 8,5 | 6,0 | 3,2 |
| Türkei | 3,2 | 3,0 | 3,5 | 4,0 | 58,4 | 29,0 | 21,0 | 9,0 |
| Lateinamerika** | 1,8 | 2,3 | 2,0 | 2,4 | 25,7 | 7,6 | 5,3 | 7,5 |
| Brasilien | 2,8 | 1,9 | 1,6 | 1,7 | 4,4 | 4,5 | 4,0 | 3,0 |
| Welt | 3,1 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 4,3 | 2,6 | 2,5 | 2,7 |

Welt: gewichtet auf PPP-Basis, ab März 2025 Umstellung auf Basisjahr 2021; Verbraucherpreise Welt ohne Türkei

*Indien: Financial Year; ** Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela; s= Schätzung, p=Prognose, BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



## Kapitalmarktprognosen

| | Veränderung seit Jahresultimo | aktueller Stand* | Helaba-Prognosen Q1/2026 | Q2/2026 | Q3/2026 | Q4/2026 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Zinsen** | Basispunkte | % | | | | |
| EZB Refi-Satz | -100 | 2,15 | 2,15 | 2,15 | 2,15 | 2,15 |
| EZB Einlagenzins | -100 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| Tagesgeldsatz €STR | -97 | 1,93 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| 3M Euribor | -71 | 2,01 | 2,00 | 2,00 | 2,05 | 2,10 |
| 6M Euribor | -44 | 2,12 | 2,10 | 2,10 | 2,10 | 2,15 |
| 2j. Bundesanleihen | -9 | 1,99 | 2,00 | 2,00 | 2,10 | 2,10 |
| 5j. Bundesanleihen | 10 | 2,26 | 2,40 | 2,40 | 2,50 | 2,50 |
| 10j. Bundesanleihen | 30 | 2,67 | 2,80 | 2,80 | 3,00 | 3,00 |
| 2j. Swapsatz | -5 | 2,14 | 2,15 | 2,15 | 2,20 | 2,20 |
| 5j. Swapsatz | 13 | 2,37 | 2,50 | 2,50 | 2,60 | 2,60 |
| 10j. Swapsatz | 33 | 2,69 | 2,80 | 2,80 | 3,00 | 3,00 |
| 20j. Swapsatz | 60 | 2,97 | 3,00 | 3,00 | 3,20 | 3,20 |
| 30j. Swapsatz | 81 | 2,97 | 3,00 | 3,00 | 3,20 | 3,20 |
| Fed Funds Target Rate | -50 | 3,88 | 3,63 | 3,38 | 3,38 | 3,38 |
| 10j. US-Treasuries | -47 | 4,10 | 4,30 | 4,30 | 4,50 | 4,50 |
| **Aktien** | Landeswährung, % | | | | | |
| DAX | 18,4 | 23.570 | 23.500 | 24.000 | 24.500 | 25.000 |
| Euro Stoxx 50 | 13,7 | 5.567 | 5.500 | 5.600 | 5.700 | 5.800 |
| Dow Jones | 10,4 | 46.987 | 45.600 | 46.200 | 46.800 | 47.500 |
| S&P 500 | 14,4 | 6.729 | 6.500 | 6.600 | 6.700 | 6.800 |
| Nikkei 225 | 26,0 | 50.276 | 49.800 | 50.600 | 51.400 | 52.000 |
| **Gold und Brentöl** | % | | | | | |
| Gold €/Unze | 36,5 | 3.459 | 3.739 | 3.750 | 3.833 | 4.000 |
| Gold $/Unze | 52,5 | 4.001 | 4.300 | 4.500 | 4.600 | 4.800 |
| Brentöl $/Barrel | -14,8 | 64 | 65 | 68 | 71 | 73 |
| **Devisen** | jeweils gg. Euro, % | jeweils gg. Euro | | | | |
| US-Dollar | -10,5 | 1,16 | 1,15 | 1,20 | 1,20 | 1,20 |
| Japanischer Yen | -8,3 | 177 | 170 | 170 | 168 | 168 |
| Britisches Pfund | -5,8 | 0,88 | 0,88 | 0,88 | 0,87 | 0,86 |
| Schweizer Franken | 1,0 | 0,93 | 0,94 | 0,95 | 0,95 | 0,96 |

* 07.11.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Wir sind für Sie da:

| Themengebiete | Autoren/-innen | Durchwahl 069/9132- |
|---|---|---|
| Chefvolkswirtin/ Head of Research & Advisory | Dr. Gertrud Rosa Traud | 20 24 |
| Rentenstrategie | Ulf Krauss | 47 28 |
| Aktienstrategie | Markus Reinwand, CFA | 47 23 |
| Devisen | Christian Apelt, CFA | 47 26 |
| Gold | Claudia Windt | 25 00 |
| Immobilien | Paul Richter | 79 58 |
| Deutschland | Simon Azarbayjani | 79 76 |
| USA, China, Szenarien | Patrick Franke | 47 38 |

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

## Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

## Bildquellen

Themenhintergrund und Spielkarten: © Getty Images
Editorial: S. 3 + S. 4 © Jan Ole Helmbold; © Getty Images
Basisszenario: S. 5 © Getty Images
Negativszenario: S. 8 © Shutterstock
Positivszenario: S. 10 © Getty Images