



- [Konjunktur](#)
- [Geldpolitik](#)
- [Staatsanleihen](#)
- [Aktien](#)
- [Gold](#)

- [Rohöl](#)
- [Immobilien](#)
- [Devisen](#)
- [Prognosetabelle BIP und Inflation](#)
- [Kapitalmarktprognosen](#)

Editorial: Fast alles dreht sich um Donald Trump



gt/ Die USA haben einen neuen Präsidenten – und der 47. war bereits der 45. Präsident. So könnte man meinen, ihn zu kennen. Trotzdem verbreitet er Unsicherheit. Im Gegensatz zu seiner ersten Amtszeit ist diese jedoch anders verteilt. Damals reagierten die Aktienmärkte bei seiner Wahl mit einem Schock. Diesmal setzten sie ihren vorangegangenen Aufwärtstrend fort. Die Rentenmärkte preisen seit dem Wahltag eine Risikoprämie für seine Ausgabenerhöhungs- und Steuersenkungspläne ein. Alles verläuft jedoch (noch) in recht gesitteten Bahnen.

Allerdings ist der Indikator der wirtschaftspolitischen Unsicherheit für die USA seit dem Wahltag stark gestiegen, während er zuvor im Abwärtstrend war. Umgekehrt entspannte sich dieser Indikator in Deutschland seit November etwas, während er vorher von bereits hohem Niveau nochmal einen deutlichen Sprung machte.

Unmittelbar nach der Amtseinführung unterzeichnete Trump zahlreiche Dekrete. Die Richtung überrascht nicht – hat er diese Felder doch auch im Wahlkampf bespielt: Begrenzung der illegalen Einwanderung, mehr Gas und Öl statt Klimaschutz, niedrigere Steuern und insbesondere mehr Zölle. Wie genau dies ausgestaltet wird, bleibt aber zunächst noch unklar. Die US-Notenbank wird auch deshalb vermutlich mit weiteren Zinssenkungen zurückhaltend sein, da höhere Zölle und weniger Arbeitskräfte die Inflation deutlich anheizen könnten. Die EZB hingegen wird voraussichtlich im Januar ihren Zinssenkungskurs fortsetzen. Einerseits sind die Inflationsraten hierzulande etwas niedriger und andererseits lässt die Dynamik bei der wirtschaftlichen Entwicklung – insbesondere in Deutschland – weiter zu wünschen übrig.

Unsicherheitsfaktoren kommen nicht nur aus den USA. Im nächsten Monat wird in Deutschland gewählt und eine klare Perspektive zeichnet sich noch nicht ab. Bei unserem westlichen Nachbarn hat Premier Bayrou zwar eine Vertrauensabstimmung im Parlament überstanden, aber viel ist damit für Frankreich noch nicht erreicht. Denn es gilt vor dem Hintergrund der hohen Staatsverschuldung einen Haushalt für 2025 im Parlament zu verabschieden, der den Ratingagenturen genügt und dem französischen Wähler nicht zu viel abverlangt.

2025 wird somit spannend und hoffentlich mehr positive als negative Überraschungen mit sich bringen.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory/Managing Director

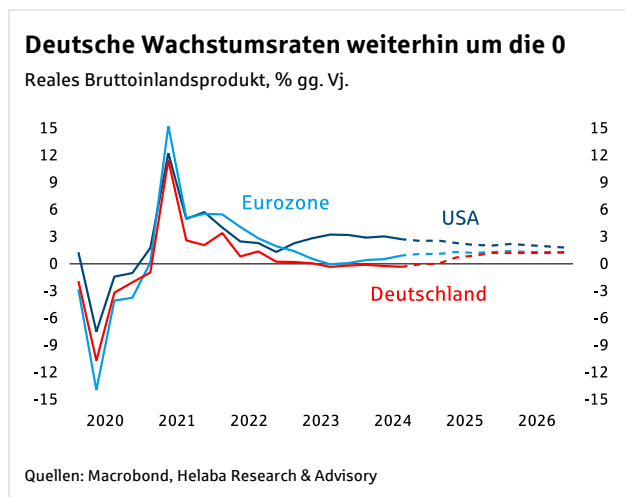
Konjunktur: Das zweite Jahr ohne deutsches Wirtschaftswachstum



- Weltwirtschaft wartet auf Trumps politische Schwerpunkte nach der Amtseinführung
- US-Wirtschaft überraschte bis zuletzt positiv
- China 2024 angeblich auf Wachstumsziel, aber 2025 droht neuer Handelskrieg
- Deutsches Bruttoinlandsprodukt schrumpfte 2024 um 0,2 %
- Anstieg der Inflationsraten in Deutschland und der Eurozone (Dezember: 2,6 % bzw. 2,4 %)
- US-Teuerungsrate im Dezember noch immer bei 2,9 %, Kernrate 3,2 %

pf/ Im Vorfeld der Amtseinführung des **neuen US-Präsidenten** lagen wohl weltweit viele Entscheidungen erst mal auf Eis. Welche Impulse Donald Trumps erste Handlungen für die Stimmung in der US- und Weltwirtschaft in den kommenden Monaten bringen werden, ist unsicher. Dominieren geopolitische Initiativen, Strafzölle, Massendeportationen oder doch Steuersenkungen? Für die US-Konjunktur endete 2024 jedenfalls mit positiven Nachrichten und die Chancen nehmen zu, dass unsere Wachstumsprognose von 2,2 % für 2025 zu vorsichtig sein könnte.

Chinas Mitte Januar veröffentlichte Wachstumswahlen werfen die Frage auf, warum überhaupt eine konjunkturelle Schwäche dort diskutiert wurde. Angeblich ist allen Gegenwinden zum Trotz das offizielle und stets als ambitioniert wahrgenommene Wachstumsziel von 5,0 % präzise erreicht worden. Zwar reflektieren die Zahlen einen schwachen Konsum, aber die Nettoexporte und Investitionen sollen dessen fehlende Dynamik ausgeglichen haben – was angesichts der ungelösten Probleme am Immobilienmarkt und vielerorts zunehmender Hindernisse für chinesische Exporte nicht gerade intuitiv ist.



saz/ Für die deutsche Wirtschaft war 2024 **das zweite Jahr in Folge ohne Wirtschaftswachstum**. Das deutsche Bruttoinlandsprodukt schrumpfte preisbereinigt um 0,2 %. Laut einer ersten Berechnung des Statistischen Bundesamtes sank auch im Schlussquartal die Wirtschaftsleistung (-0,1 % gg. Vj.). Zudem verschlechterten sich zuletzt die Konjunkturerwartungen im Rahmen der ZEW-Umfrage. Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass sich die deutsche Konjunktur im Laufe des Jahres etwas erholen wird. Für **2025** erwarten wir kalenderbereinigt ein **Wirtschaftswachstum von 0,7 %**.

Die **privaten Konsumausgaben** sind mit einem Anteil von gut 50 % die mit Abstand größte Komponente des Bruttoinlandsproduktes. Im abgelaufenen Jahr stieg der private Konsum preisbereinigt nur um 0,3 % gegenüber dem Vorjahr, obwohl die real verfügbaren Einkommen deutlich stärker zunehmen. Grund hierfür war die erhöhte Sparneigung der Verbraucher. Für 2025 erwarten wir eine Normalisierung der Sparquote. Gepaart mit weiter steigenden Reallöhnen dürfte dies zu einem Plus von rund 1 % beim privaten Konsum führen. Aufgrund des hohen Gewichts dieser Komponente sollten damit die Grundpfeiler für Wirtschaftswachstum stehen.

Einen deutlichen Wachstumsbeitrag leistete 2024 der **Staatskonsum**, der um 2,6 % zulegte. Fraglich ist aber, ob dies eine Erfolgsgeschichte ist. Einerseits kann argumentiert werden, dass steuerfinanzierter Staatskonsum die Nachfrage erhöht, was gut für die Wirtschaft ist. Andererseits entziehen hohe Steuern und Abgaben den privaten Akteuren Mittel, um selbst zu wirtschaften. Fakt ist, dass die Privatwirtschaft in Deutschland – näherungsweise dargestellt als „reales BIP ohne Staatskonsum“ – seit einigen Quartalen rückläufig ist (vgl. Chart nächste Seite), während die Staatsausgaben zunehmen. Auch für 2025 gehen wir von steigenden öffentlichen Konsumausgaben aus (+1 % gg. Vj.).

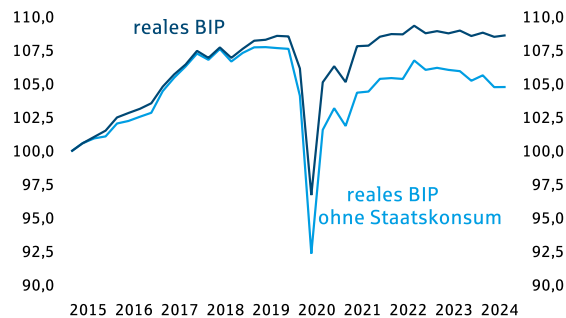
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2022	2023	2024s	2025p	2026p
Deutschland	1,4	-0,1	-0,2	0,7	1,2
Eurozone	3,6	0,5	0,8	1,2	1,3
USA	2,5	2,9	2,8	2,2	2,0
Welt	3,2	3,1	2,9	2,9	2,8

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

Die Investitionstätigkeit fiel 2024 in Deutschland besonders schwach aus. Insgesamt sanken die Bruttoanlageinvestitionen preisbereinigt um 2,8 %. Die **Bauinvestitionen** reduzierten sich um 3,5 % und lagen damit unter dem Niveau von 1991. Noch deutlicher war der Rückgang bei den **Ausrüstungsinvestitionen** (-5,5 %). Allein die Investitionen in sonstige Anlagen, die einen geringeren Anteil an den Bruttoanlageinvestitionen haben und zu denen unter anderem Investitionen in Software gehören, nahmen mit 3,9 % kräftig zu. Im laufenden Jahr dürften sich die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen wieder stabilisieren, doch für einen positiven Wachstumsbeitrag wird dies vermutlich noch nicht ausreichen.

Privatwirtschaft entwickelt sich schlecht

Index, Q1 2015 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

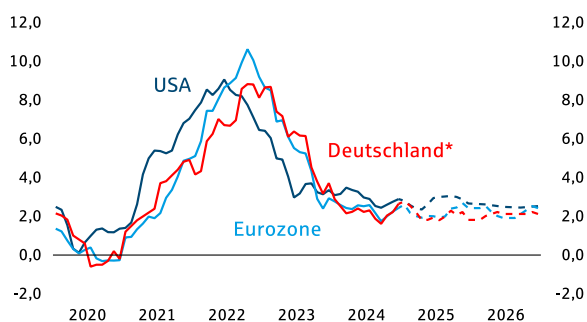
Vom **deutschen Außenhandel** ging im vergangenen

Jahr ebenfalls kein Wachstumsimpuls aus. Die realen Exporte nahmen ab (-0,8 %) und die realen Importe legten geringfügig zu (+0,2 %). Entsprechend fiel der Außenbeitrag insgesamt geringer aus als noch 2023. Unter der Annahme, dass keine deutlichen Zollerhöhungen von Seiten Trumps kommen, dürfte die Auslandsnachfrage im laufenden Jahr wieder steigen – beflügelt von der Erholung des globalen Industriezyklus. Demnach gehen wir davon aus, dass die deutschen Exporte einen Wachstumsbeitrag leisten werden.

Die **Eurozone** hat 2024 mit einem Wachstum von schätzungsweise 0,8 % zum vierten Mal in Folge stärker zugelegt als Deutschland, das mit strukturellen Problemen konfrontiert ist. 2025 dürfte der gemeinsame Währungsraum um gut 1 % expandieren. Spanien gehört zu den wachstumsstärksten Ländern, während Italien trotz der europäischen Transfers an Dynamik verloren hat. In Frankreich belastet die politische Unsicherheit. Zudem sind in beiden Ländern die öffentlichen Haushalte äußerst angespannt, weswegen Steuererhöhungen und Ausgaben senkungen in der Planung sind. Dies dürfte zu einem Belastungsfaktor werden.

Wieder etwas höhere Inflationsraten im Euroraum

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** erhöhte sich im Dezember auf 2,6 %. Gegenüber dem Vormonat stiegen die Verbraucherpreise unerwartet stark um 0,5 %. Die durchschnittliche Preissteigerung lag damit 2024 bei 2,2 %. In der Eurozone nahmen die Verbraucherpreise im Vormonatsvergleich um 0,4 % zu. Die Teuerungsrate lag hier im Vorjahresvergleich mit 2,4 % etwas höher (November 2,2 %), während die Kernrate auf dem Vormonatsniveau verharrte (2,7 %). Für 2025 erwarten wir für Deutschland eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,1 %, in der Eurozone 2,2 %.

In den **USA** sind die Preise 2024 im Schnitt um 3 % gestiegen. Im Dezember blieb der Preisdruck hoch: Der Gesamtindex legte um 0,4 % gg. Vm. zu. Der Kernindex nahm zwar nur um 0,2 % zu, aber es bleibt abzuwarten, ob sich diese Beruhigung in den kommenden Monaten fortsetzt. Die Risiken für unsere Prognose 2025 – eine Gesamtteuerung im Jahresschnitt von 2,5 % – haben jedenfalls zugenommen. Der Disinflationprozess bei der Kernrate könnte sich als noch flacher herausstellen als bisher angenommen.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2022	2023	2024	2025p	2026p
Deutschland*	6,9	5,9	2,2	2,1	2,1
Eurozone	8,4	5,4	2,4	2,2	2,2
USA	8,0	4,1	3,0	2,5	2,5

p=Prognose, *nationale Abgrenzung
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Adv

Geldpolitik: EZB hält Kurs – Fragezeichen bei der Fed



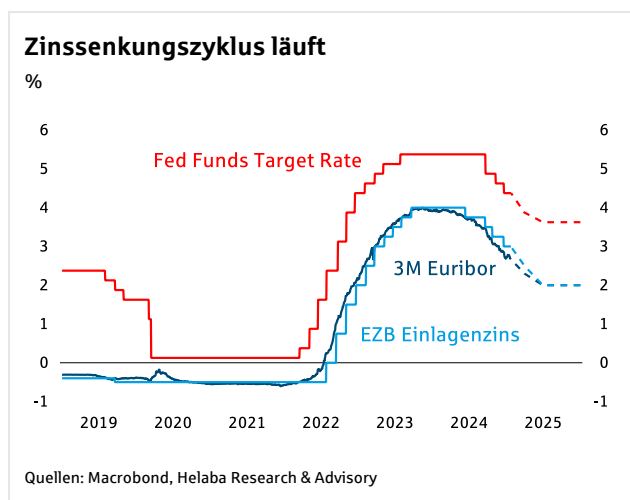
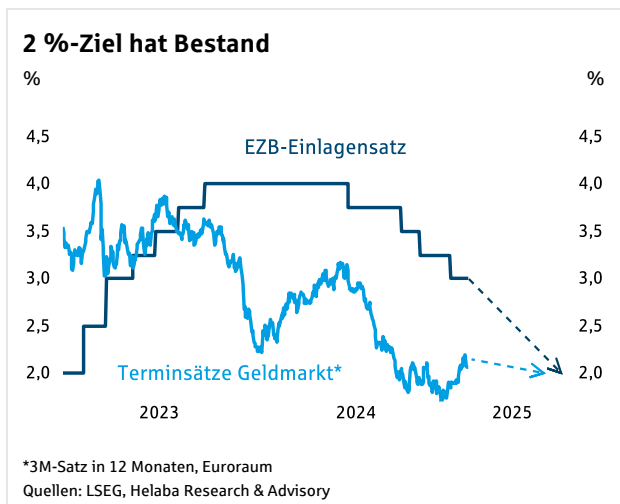
- EZB dürfte Kurs halten und im Januar den Einlagensatz um weitere 25 Basispunkte senken
- Gegen größere Zinsschritte spricht die zuletzt relativ hartnäckige Inflation
- Zielniveau für den Einlagensatz von 2,0 % sollte im Juni erreicht werden
- Fantasie für eine Fed-Lockerung Ende Januar ist vollständig verfliegen
- Weiteres Vorgehen der US-Notenbank hängt von Donald Trumps Politik ab
- Teuerung und Konjunktur in den USA sprechen ebenfalls eher für ein vorsichtiges Vorgehen

uk/ Der Druck der **Tauben im EZB-Rat**, den Übergang von einer restriktiven zu einer neutralen und dann wieder lockeren Geldpolitik zu beschleunigen, dürfte vorerst geringer ausfallen. Die Wahrscheinlichkeit eines großen Zinsschritts um 50 Basispunkte ist nach drei aufeinander folgenden Anstiegen der **Euro-Inflation** deutlich gesunken. An den Terminmärkten wurde inzwischen sogar wieder ein **Zinsschritt ausgepreist**.

Grundsätzliche Zweifel, dass die EZB ihren Kurs in Richtung einer **neutralen Geldpolitik** fortsetzt, gibt es jedoch nicht. Hier wirken die günstigen Inflationsprognosen der EZB vom Dezember nach. Zudem sprechen die anhaltend **schwachen Konjunkturdaten** aus Deutschland für eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Euroraum.

Die EZB dürfte den Einlagensatz bis zur Jahresmitte auf **2,0 %** senken. Gleichzeitig baut sie ihre Anleihebestände weiter ab.

pf/ Die **US-Notenbank** hat im Dezember erwartungsgemäß den Leitzins gesenkt. Gleichzeitig änderte sich das Wording aber so, dass die Chancen auf eine weitere Lockerung Ende Januar stark gesunken sind. Der Future-Markt gibt einer Zinssenkung am 29. Januar derzeit tatsächlich eine Wahrscheinlichkeit von annähernd 0 %.



Wir hatten diese in unserer bisherigen Fed-Prognose aber unterstellt und werden daher nach der Zinsentscheidung – und mindestens ebenso wichtig – mit der Information ausgestattet, welche **Maßnahmen Donald Trump** in seinen ersten Amtstagen auf den Weg bringt, unsere Prognose überarbeiten. Hierbei wird zu entscheiden sein, ob der Lockerungsprozess nur etwas langsamer vorstättengeht, oder ob die Notenbank angesichts der absehbaren abrupten Kehrtwende auf vielen wirtschaftspolitischen Feldern eine grundsätzliche Neupositionierung vornimmt.

Die höher als erwartete **Teuerung** und die besser laufende **Konjunktur** in den USA liefern der Fed auch jen-

seits des „Trump-Effekts“ Argumente für ein vorsichtigeres Vorgehen. Allerdings riskiert sie damit auch, sich den Unwillen des neuen Präsidenten zuzuziehen, der – nicht zuletzt wegen seines Hintergrunds als Immobilienentwickler – ein großer Freund niedriger Zinsen ist.

%	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
3M Euribor	2,67	2,30	2,00	2,00	2,00
EZB Einlagensatz	3,00	2,50	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Rate	4,38	3,88	3,63	3,63	3,63

* 22.01.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

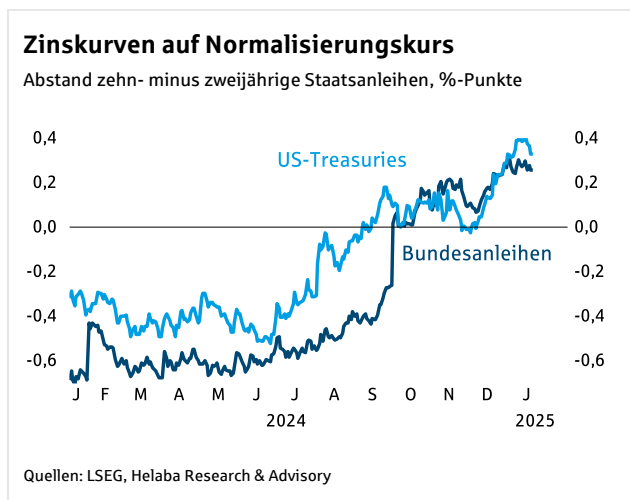
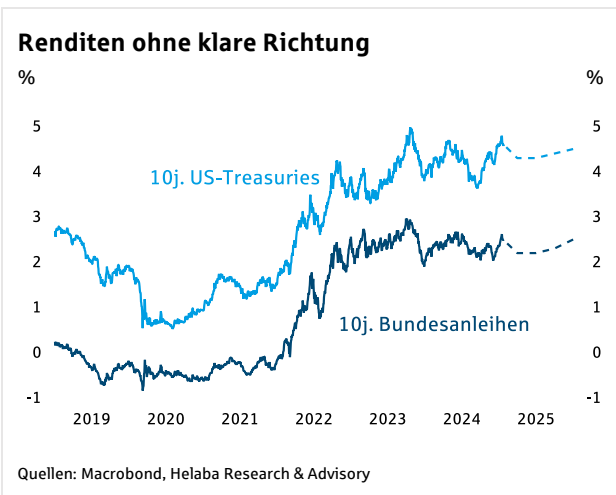
Staatsanleihen: Ausloten der Renditespielräume bereits zu Jahresbeginn



- Anleger an den internationalen Rentenmärkten sind in Hab-Acht-Stellung
- Unsicherheit über die anstehenden Entscheidungen des neuen US-Präsidenten
- Große Fragezeichen bezüglich Inflationsentwicklung und weitere Schritte der Fed
- EZB setzt Lockerungskurs fort und stabilisiert damit Kapitalmarktzinsen
- Zinsstrukturkurven bei Treasuries und Bundesanleihen normalisieren sich langsam
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet, Bunds bei 2,5 %

uk/ Im Vorfeld des **Amtstritts von Donald Trump** war die **Nervosität** vieler Rentenanleger spürbar. Zehnjährige US-Treasuries stiegen seit dem September um mehr als einen Prozentpunkt auf zwischenzeitlich rund 4,8 %. Bunds notierten zeitweise bei 2,6 %, nach knapp 2 % im Dezember. Die Renditen britischer Gilts erreichten zuletzt mit etwa 5 % sogar das höchste Zinsniveau seit fast 17 Jahren. Die Renditen 10-jähriger japanischer Anleihen kletterten auf 1,2 %, den höchsten Stand seit fast 14 Jahren. Allerdings ist die Situation hier etwas anders, da sich die Bank of Japan als einzige der großen Notenbanken im Zinserhöhungsmodus befindet.

In den anderen Ländern befinden sich die Zentralbanken in einem **Zinssenkungszyklus**, wobei zuletzt Zweifel aufkamen, **wie groß der Spielraum** noch sein wird. Vor allem die **Fed** steht vor dem Hintergrund eines sich möglicherweise deutlich verändernden politischen und wirtschaftlichen Umfelds zunehmend vor der Frage, ob und wie schnell sie den Bereich der restriktiven Geldpolitik verlassen kann. Dies strahlt auch auf die



gewisser Weise haben die Märkte Trump bereits einige Grenzen seines Handlungsspielraums aufgezeigt. Ob er darauf Rücksicht nimmt, ist jedoch eine kaum zu beantwortende Frage.

US-Renditen aus. Kaum in Frage gestellt wird hingegen das Zinssenkungspotenzial der **EZB**.

Bundesanleihen sollten daher von geldpolitischer Seite tendenziell noch unterstützt werden. Aber auch die US-Renditen dürften nicht ungebremst weiter steigen. Hier wurde bereits viel Negatives eingepreist. Zuletzt setzte im Zuge etwas **günstigerer Inflationsdaten** aus den USA eine Gegenbewegung an den internationalen Rentenmärkten ein.

Von großer Bedeutung wird sein, welche **politischen Weichen** der neue US-Präsident stellt. Werden **Inflationsängste** oder die Sorgen vor einer weiter steigenden **Staatsverschuldung** geschürt, so dürfte sich die Stimmung der Anleger schnell wieder eintrüben. In

%	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
10j. Bundesanl.	2,53	2,20	2,20	2,30	2,50
10j. US-Treasuries	4,61	4,30	4,30	4,40	4,50

* 22.01.2025
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

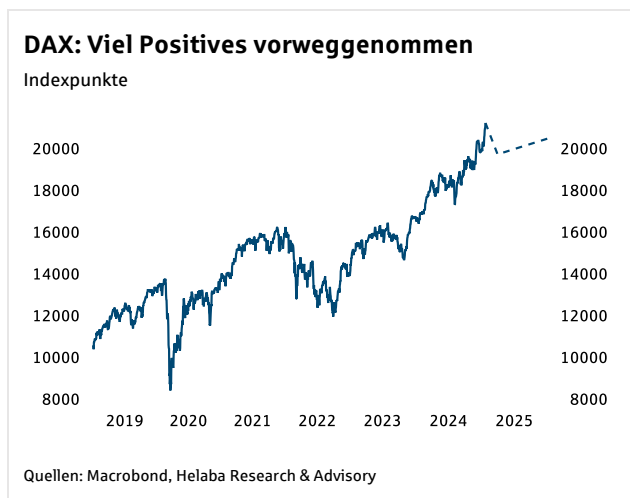
Die **US-Zinsstrukturkurve** ist zuletzt steiler als die der Bundesanleihen geworden. Der 10/2-Spread verharrt mittlerweile im positiven Bereich. Bis Jahresende erwarten wir die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bei **rund 4,5 %**. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte dann im Bereich **um 2,5 %** liegen. Die letzten Wochen haben erneut gezeigt, dass hier Renditeniveaus von unter 2 % nur schwer zu erreichen sind.

Aktien: Neues Jahr, neue Höchststände



- Aktien sind freundlich ins neue Jahr gestartet, DAX markierte neues Allzeithoch
- (Geo)politische Unsicherheit drückt weiterhin Konjunkturerwartungen in Deutschland
- Zinssenkungsfantasie als Treiber für Aktien verliert an Kraft
- Gewinnerwartungen für DAX-Unternehmen zuletzt mehrheitlich positiv
- DAX noch innerhalb des fairen Bandes, US-Titel dagegen hoch bewertet
- Anlegerstimmung in Deutschland insgesamt eher verhalten

mr/ Aktien sind zumeist freundlich in das neue Jahr gestartet. Anleger messen dem Jahresauftakt häufig eine besondere Bedeutung bei. Somit bleibt die Hoffnung auf eine erneut positive Aktienmarktentwicklung im Jahr 2025 aufrechterhalten. Der DAX markierte zuletzt sogar **neue Höchststände**. Dabei ist gerade hierzulande die Verunsicherung besonders ausgeprägt. Die eingeschränkte Handlungsfähigkeit der deutschen Regierung vor den Neuwahlen bei gleichzeitig anhaltend hohen **geopolitischen Unsicherheiten** und das Warten auf konkrete Maßnahmen von US-Präsident Trump scheinen zu einem Attentismus bei Unternehmen und Anlegern geführt zu haben. Sowohl die Erwartungskomponente wichtiger konjunktureller Frühindikatoren als auch Daten zur Positionierung und Kurserwartung der Anleger sind von **Skepsis** gekennzeichnet.



wegt sich der DAX noch innerhalb seines **fairen Bandes**, der obere Rand, der gegenwärtig bei rund 21.400 Punkten verläuft, ist allerdings in Sichtweite. Auch deutsche Standardwerte haben somit schon viel Positives vorweggenommen.

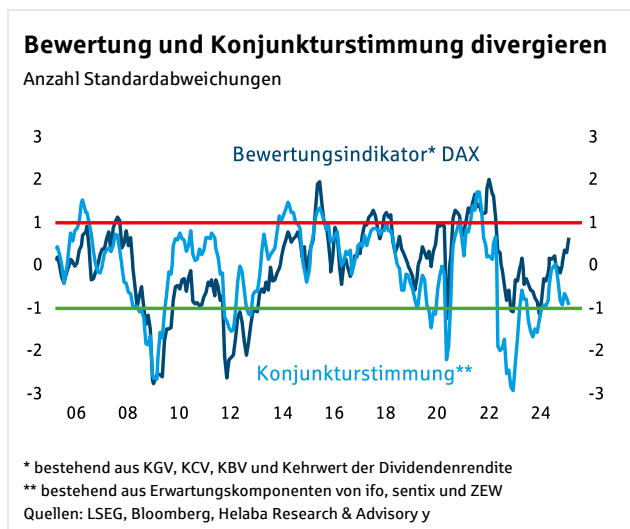
Im Sinne der Kontraindikation könnte man daraus weiteres Potenzial für Aktien ableiten. Schließlich ist die Stimmung so schlecht, dass die Wahrscheinlichkeit einer Verbesserung größer ist als die einer weiteren Eintrübung. Im Zuge der seit Herbst 2022 laufenden Hausse, die bislang in erster Linie von der **Aussicht auf weiter sinkende Leitzinsen** getragen wurde, hat sich das Bewertungsniveau deutlich erhöht. Zwar be-

wegt sich der DAX noch innerhalb seines **fairen Bandes**, der obere Rand, der gegenwärtig bei rund 21.400 Punkten verläuft, ist allerdings in Sichtweite. Auch deutsche Standardwerte haben somit schon viel Positives vorweggenommen.

Indexpunkte	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
DAX	21.254	19.750	20.000	20.250	20.500
Euro Stoxx 50	5.206	4.900	4.950	5.000	5.050
S&P 500	6.086	6.250	6.300	6.350	6.400

* 22.01.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Nachhaltig höhere Notierungen lassen sich immer weniger durch eine reine Höherbewertung der erwarteten Unternehmensgewinne erreichen, sondern müssen in den kommenden Monaten durch eine Verbesserung der globalen **Wachstums- und Gewinnperspektiven** untermauert werden. Daher dürfte die Berichtssaison der Unternehmen besondere Beachtung finden. In den USA ist der Start sehr positiv verlaufen: Von den ersten 10 % lagen rund 75 % über den Erwartungen.

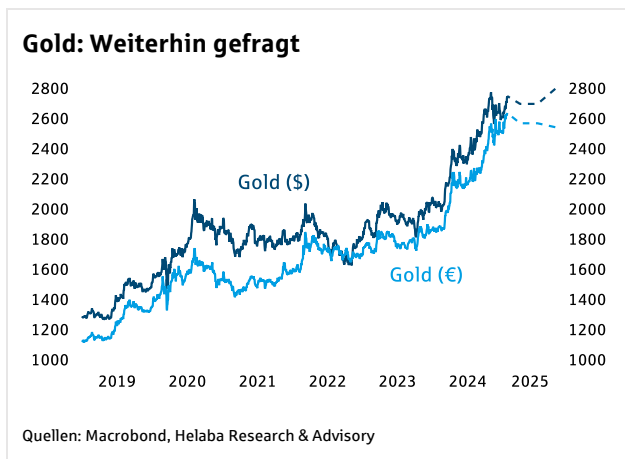


Gerade bislang nicht oder nur **unterdurchschnittlich in Aktien investierte Anleger** sollten jedoch nicht versuchen, einem verpassten Trend hinterherzulaufen. Dafür ist das Chance-Risiko-Verhältnis auf Sicht der kommenden zwölf Monate nicht attraktiv genug. Stattdessen bietet es sich an, **auf zwischenzeitliche Rücksetzer zu warten**, die es angesichts der vielfältigen Risikofaktoren immer wieder geben kann. Für bereits in Aktien **investierte Anleger** ist es unseres Erachtens allerdings zu früh, schon jetzt die Reißleine zu ziehen.

Gold: Gelungener Jahresauftakt



- Gold profitiert aktuell von der Beruhigung auf der Zinsseite sowie beim US-Dollar
- Als sicherer Anlagehafen dürfte das Edelmetall 2025 weiterhin gefragt sein
- Hohe Staatsverschuldung vor allem in den USA bietet ebenfalls Unterstützung
- US-Dollar und gestiegenes Zinsniveau begrenzen jedoch den Spielraum



cw/ Gold hat einen **guten Start** ins neue Jahr hingelegt, auch wenn das fundamentale Umfeld mit einem zunächst starken US-Dollar sowie steigenden Zinsen am Rentenmarkt eher für nachgebende Preise stehen. Dennoch markierte das Edelmetall mit **2.725 US-Dollar** je Feinunze ein **Monatshoch**. Förderlich waren dafür die Beruhigung auf der Zinsseite sowie beim US-Dollar. Dennoch dürfte kurzfristig das weitere **Preispotenzial begrenzt** sein, angesichts der soliden US-Wirtschaft und der damit verbundenen gestiegenen Zinsen sowie der Dollarstärke. Deshalb sieht die Welt in Eurorechnung wesentlich besser aus. Hier erreichte das Edelmetall zuletzt mit **2.631 Euro je Feinunze** ein neues **All-**

Preis / Feinunze	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Gold in Euro	2.648	2.571	2.571	2.545	2.545
Gold in US-Dollar	2.756	2.700	2.700	2.800	2.800

* 22.01.2025

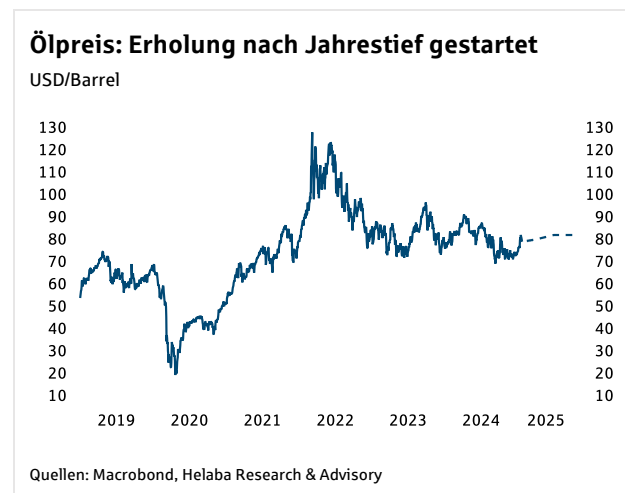
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

zeithoch. Auch wenn die US-Geldpolitik maßgeblich für den Goldpreis bleibt, ist weiterhin von einer Unterstützung als **sicherer Anlagehafen** auszugehen. Daneben dürfte die hohe **Staatsverschuldung** in den USA zunehmend in den Fokus der Anleger rücken und für weitere Preisschübe sorgen.

Rohöl: Erholung nach Jahrestiefs



- Trump-Agenda sorgt für Verunsicherung
- Verschärfung der Sanktionen gegen russische Schattenflotte treibt Preise
- Nachfrageprojektionen von OPEC und IEA gehen von steigender Nachfrage aus
- Industriekonjunktur noch immer schwach



ru/ Die Amtsübernahme durch Donald **Trump** sorgt für eine erhöhte Verunsicherung. Seine wirtschaftspolitische Agenda ist geprägt von Steuersenkungen und sinkenden Umweltstandards, sowie dem Plan, der Industrie durch Bürokratieabbau neue Freiräume zu schaffen. Ungeachtet der Aussagen, künftig **mehr Öl- und Gas fördern** zu wollen, sind die Ölnotierungen in den letzten Wochen im Trend gestiegen. Dies war zum einen verschärften **Sanktionen** gegenüber der russischen Ölindustrie zuzuschreiben, zum anderen den Spekulationen über eine erfolgreiche Stimulierung der chinesischen Wirtschaft. Zudem hatten einige konjunkturelle Daten in den USA und China **positiv überrascht**, was die Chancen auf eine steigende Ölnach-

Preis / Barrel	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Rohöl Brent	79	80	82	82	83

* 22.01.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

frage erhöht. Darüber hinaus hatte die OPEC+ Ende letzten Jahres beschlossen, die avisierten Fördermengenerhöhungen auf den Beginn des zweiten Quartals zu verschieben. Per saldo bleiben wir bei der Einschätzung, dass die Ölpreise im Verlauf des Jahres leicht zulegen werden.

Immobilien: Verhaltener Optimismus zum Jahresbeginn



- Jahresperformance offener Immobilienfonds verbesserte sich leicht auf 0,4 %
- Wegfall von Abschreibungen aus der Zwölfmonatsbetrachtung zweier Fonds führt zu Trendwende
- Risiko weiterer Abwertungen bei einzelnen Fonds bleibt aber bestehen
- Nettomittelabflüsse von 571 Mio. Euro im November werden sich wahrscheinlich fortsetzen
- Bodenbildung in allen Immobiliensegmenten und langsame Wiederbelebung der Marktaktivität
- Weiter sinkende Baugenehmigungen verschärfen die Knappheit am Wohnungsmarkt

pr/ Die **Performance offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, hat sich zu Jahresbeginn leicht auf 0,4% verbessert. Dies ist auf den Wegfall größerer Abschreibungen zweier offener Immobilienpublikumsfonds zurückzuführen, die nun aus der Zwölfmonatsbetrachtung herausgefallen sind. Dagegen konnten die restlichen

sieben Fonds im Index im letzten Jahr an Wert gewinnen. Angesichts des noch schwierigen Marktumfeldes kann aber nicht ausgeschlossen werden, dass es auch bei diesen Fonds noch zu nennenswerten **Abwertungen** kommt.

Derzeit ist die Preistransparenz an den Immobilienmärkten wegen der **geringen Marktaktivität** noch eingeschränkt. Anpassungen bei den Bewertungen von Fondsobjekten könnten aber erforderlich sein, wenn Fonds gezwungen sind, Objekte zu verkaufen, um sich vor dem Hintergrund anhaltend kräftiger **Mittelabflüssen** zusätzliche Liquidität zu verschaffen. Diese beliefen sich im November 2024 auf 571 Millionen Euro. Noch sind allerdings die Liquiditätsquoten der Fonds ausreichend, um weitere Abflüsse zu bedienen. Die

Liquiditätssteuerung wird zudem durch die zwölfmonatige Kündigungsfrist bei den Fondsanteilen erleichtert. Trotzdem bleibt die **relative Attraktivität** der Assetklasse im Vergleich zu festverzinslichen Kapitalanlagen gering, weshalb wir davon ausgehen, dass die Nettomittelabflüsse im laufenden Jahr anhalten werden.

Bei **Wohnimmobilien** rechnen wir aufgrund der hohen Nachfrage und der weiterhin sinkenden Bautätigkeit mit moderaten Preissteigerungen und einer Fortsetzung des im letzten Jahr begonnenen Aufwärtstrends. So sind die Baugenehmigungen immer noch rückläufig. Sie lagen im November 2024 13 % unter dem Vorjahresniveau. Etwas niedrigere Zinsen, höhere Reallöhne und gesunkene Hauspreise haben die Erschwinglichkeit verbessert. Dies erhöht die Nachfrage nach dem ohnehin knappen Gut, was auch die anziehende Kreditnachfrage widerspiegelt.

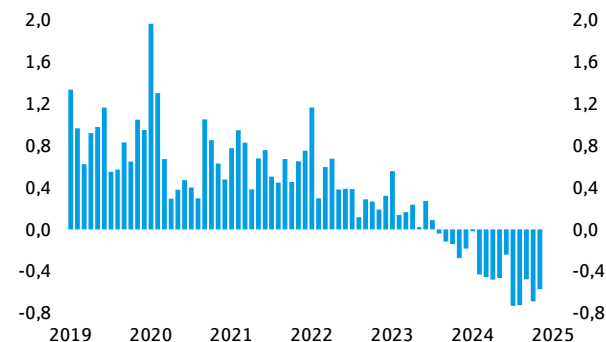
Einzelhandelsimmobilien haben sich im vergangenen Jahr nach mehrjähriger Talfahrt stabilisiert und konnten wieder steigende Mieten verzeichnen. Diese Seitwärtsbewegung dürfte sich im neuen Jahr fortsetzen.

% gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Helaba OIF-Index*	2,0	2,3	1,5	0,2	1,3
Wohnimmobilien**	10,3	7,2	-5,0	-1,2	4,0
Gewerbeimmobilien**	-0,8	-0,4	-10,2	-5,3	1,5

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

Nettomittelabflüsse setzten sich fort

Monatliche Nettomittelzuflüsse offener Immobilienfonds, Mrd. Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Research & Advisory

Auch der deutsche **Büromarkt** befindet sich in der Bodenbildung. Die dauerhaft verringerte Nachfrage durch das verstärkte Arbeiten im Home-Office führt aber zu einer stark differenzierten Entwicklung von Preisen, Mieten und Leerständen zwischen den knappen Spitzenobjekten in guten Lagen und weniger attraktiven Büroflächen.

Devisen: Trump-Dollar stößt an Grenzen

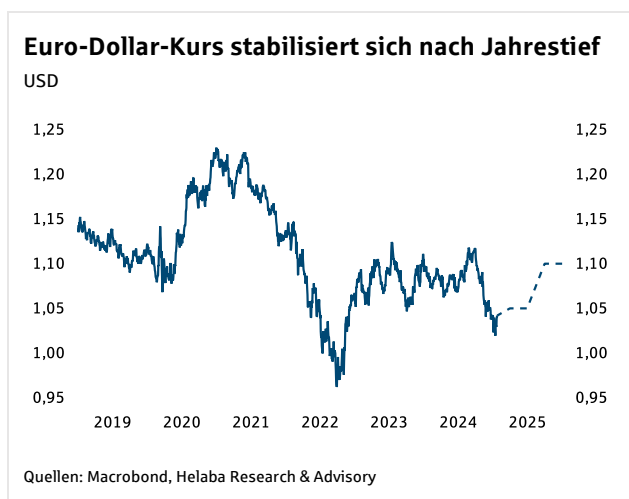
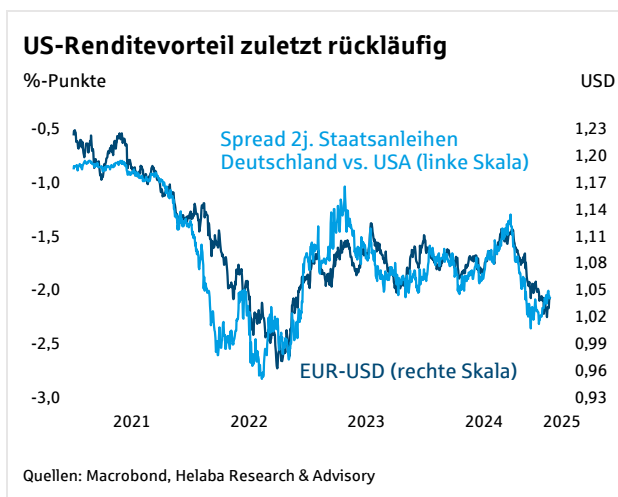


- Dollar-Aufwertung setzte sich fort, aber Kursausschläge werden größer
- Trotz freundlicher Konjunkturdaten ist US-Renditevorteil gegenüber Euro jüngst zurückgegangen
- Trumps Amtsübernahme birgt Unsicherheiten, einseitige Dollar-Wetten mahnen zur Vorsicht
- Britisches Pfund steht aufgrund schwachen Wachstums und politischer Zweifel unter Druck
- Schweizer Franken verlor wegen SNB-Lockerungen, könnte aber von Unsicherheiten profitieren
- Japanischer Yen erholte sich, restriktive Politik der Bank of Japan gibt weiter Rückenwind

ca/ 2024 war ein vergleichsweise gemäßigttes Jahr an den Devisenmärkten. Erst dank des Schlusssturms im vierten Quartal mit dem sich abzeichnenden Wahlsieg von Donald Trump bzw. nach dessen Sieg erreichte der **US-Dollar** die Spitzenposition. Auch zu Jahresbeginn 2025 wertete die US-Währung weiter auf. Allerdings nehmen gerade im Zuge der Amtsübernahme von Trump die Kursausschläge zu. Damit scheint sich zumindest eine Erwartung zu bestätigen: die **Volatilität am Devisenmarkt** wird 2025 **höher**.

Die Dollar-Stärke der letzten Monate erklärt sich allerdings nicht nur mit Spekulationen hinsichtlich der Trump-Politik, sondern auch mit der US-Wirtschaft. Das Wachstum hielt sich bis zuletzt erstaunlich robust, der Arbeitsmarkt kühlte sich nicht weiter ab. Die Stimmungsindikatoren zeigten sich trotz mancher Schwankungen freundlicher. Zudem verlangsamte sich die Inflation nicht mehr wie noch vor einigen Monaten. Daher besteht für die **US-Notenbank weniger Druck bzw. Spielraum, die Geldpolitik weiter zu lockern**. Entsprechend verringerten sich an den Terminmärkten die Zinssenkungserwartungen, die Kapitalmarktrenditen zogen an. Der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro stieg dennoch nur zeitweise und ging per saldo sogar zurück. Schließlich haben sich die Zinssenkungserwartungen in der Eurozone wegen steigender Inflationsraten ebenfalls reduziert.

Im Fokus des Devisenmarktes steht jedoch zunächst der neue **US-Präsident Trump**. Die Spekulationen, was dieser zu Beginn seiner Amtszeit machen oder nicht machen wird, bewegen aktuell die Kurse. Insbesondere die Zollpolitik erregt hohe Aufmerksamkeit. Hier ist aber anzumerken, dass Strafzölle nicht automatisch zu Wechselkursreaktionen führen. Entscheidend ist, ob und wie sich solche auf Wachstum und Inflation bzw. die Geldpolitik auswirken.

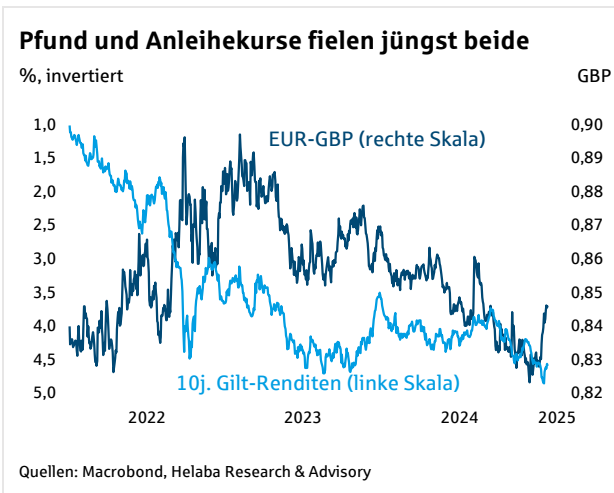


Möglich ist es schon, dass Trumps erste Maßnahmen dem Dollar Rückenwind geben, sofern damit die Zinssenkungserwartungen weiter gedämpft werden. Selbst ein Rutsch auf die Parität des Euro-Dollar-Kurses erscheint nicht ausgeschlossen, zumal der Kurs jüngst bei nur 1,02 notierte. Hier ist jedoch Vorsicht angebracht. Spekulativ orientierte Investoren setzen derzeit **einseitig auf einen steigenden Dollar**. Dies kann als Kontraindikator interpretiert werden und sollte zumindest das weitere Aufwertungspotenzial begrenzen. Zusammen mit dem geringeren US-Zinsvorteil wird die Luft für die US-Währung wenigstens vorerst

dünn. Daher könnte sich der Euro-Dollar-Kurs durchaus erholen, wenngleich für das Gesamtjahr noch viele Unsicherheiten existieren.

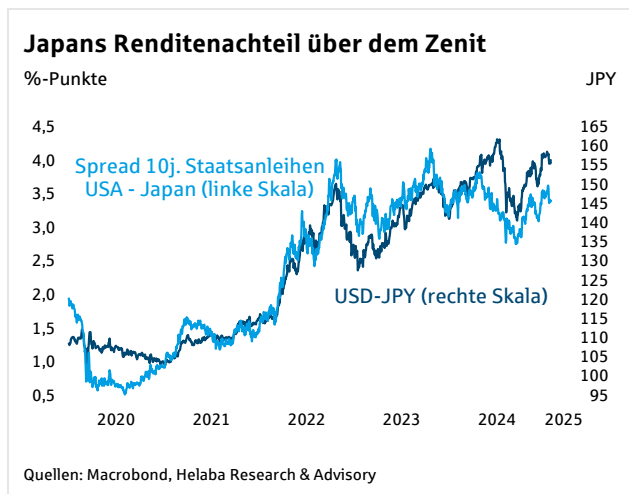
Das **Britische Pfund** startete nach einem sehr soliden 2024 ziemlich schlecht ins neue Jahr. Interessanterweise ging die Abwertung mit höheren Renditen der Staatsanleihen einher. Gewöhnlich begünstigen steigende Gilt-Zinsen das Pfund. Ausnahme war der Herbst 2022, als es unter der Premierministerin Truss zu Turbulenzen kam. Trotz der ähnlichen Tendenz waren die Kursbewegungen nun aber bei weitem nicht so ausgeprägt. Offensichtlich genießt die Labour-Regierung nach dem Budgetentwurf kein großes Vertrauen, zumal höhere Zinsen und ein geringeres Wirtschaftswachstum den Haushalt nicht verbessern.

Die jüngsten **Wachstumswahlen enttäuschten** überwiegend. Seit dem Regierungswechsel im Juli stagniert die britische Wirtschaft. Da die Inflation zwar noch erhöht ist, aber in den Kernraten allmählich sinkt, kann die Bank of England mittelfristig die Geldpolitik weiter lockern. Dies dürfte das **Pfund belasten**, selbst wenn es kurzfristig zu einer gewissen Beruhigung der Pfund-Kurse kommen könnte.



Der **Schweizer Franken** tendierte gegenüber dem Euro etwas schwächer. Im Dezember überraschte die Schweizer Notenbank (SNB) mit einer Zinssenkung um 50 Basispunkte auf 0,5 %. Der **Zinsnachteil des Frankens vergrößerte sich**, zumal an den globalen Kapitalmärkten die Renditen stiegen. Die Zinsdifferenzen legen zwar einen schwächeren Franken nahe, die Schweizer Währung könnte sich dennoch kurzfristig positiver entwickeln.

US-Präsident Trump ist ein Unsicherheitsfaktor, wovon der **sichere Anlagehafen Franken** profitieren kann. Außerdem dürfte die EZB ihre Geldpolitik weiter lockern und der Euro-Renditevorteil sich zumindest zeitweise wieder reduzieren. Die SNB kann trotz der geringen Schweizer Inflation ihre Zinsen aufgrund des Niveaus kaum noch senken, wengleich mögliche Devisenmarktinterventionen das Aufwertungspotenzial des Frankens dämpfen. Zunächst dürfte der Euro-Franken-Kurs also geringfügig niedriger notieren.



Der **Japanische Yen** startete positiv ins neue Jahr und zählt zu den Gewinnern, nachdem er 2024 einmal mehr ein großer Verlierer war. Während die anderen wichtigen Notenbanken ihre Politik mehr oder weniger lockern, strebt die Bank of Japan höhere Zinsen an. Sie könnte ihren Leitzins demnächst auf 0,5 % anheben. Daher kletterten die zehnjährigen Kapitalmarktrenditen in Japan mit über 1,2 % auf den höchsten Stand seit 2011. Obwohl die Treasury-Renditen per saldo anzogen, hat sich dadurch Japans Zinsnachteil nicht ausgeweitet.

Japan steht zwar nicht im Fokus von Donald Trumps handelspolitischen Drohungen, wäre aber von allgemeinen Zöllen ebenso betroffen. Der **Yen** ist aber oh-

nehin schon **sehr günstig bewertet**, so dass solche Maßnahmen wohl wenig nachhaltige Auswirkungen auf den Wechselkurs hätten. Nicht völlig auszuschließen ist, dass Trump irgendwann Japan wegen der unterbewerteten Währung kritisiert. Während sich der Anstieg bei den Treasury-Renditen wieder beruhigen sollte, bleiben die japanischen Renditen aufgrund der Geldpolitik vermutlich erhöht. Dadurch würde der **japanische Zinsnachteil zurückgehen**. Dies sollte den Yen begünstigen, zumal aktuelle Spreads schon für einen stärkeren Yen sprechen. Japans Währung dürfte sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch dem Euro im Jahresverlauf aufwerten.

gg. Euro	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
US-Dollar	1,04	1,05	1,05	1,10	1,10
Jap. Yen	163	158	155	158	158
Brit. Pfund	0,85	0,83	0,83	0,84	0,85
Schw. Franken	0,94	0,93	0,94	0,95	0,96

* 22.01.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2023	2024s	2025p	2026p	2023	2024s	2025p	2026p
Eurozone	0,5	0,8	1,2	1,3	5,4	2,4	2,2	2,2
Deutschland	-0,1	-0,2	0,7	1,2	5,9	2,2	2,1	2,1
Frankreich	1,1	1,2	1,2	1,4	5,7	2,3	2,1	2,1
Italien	0,8	0,5	1,0	1,0	5,9	1,1	2,2	2,2
Spanien	2,7	3,0	2,2	1,6	3,4	2,9	2,4	2,4
Niederlande	0,1	0,9	1,5	1,3	4,1	3,2	2,3	2,5
Österreich	-0,8	-0,5	1,0	1,3	7,8	2,9	2,3	2,3
Schweden	0,0	0,5	2,0	2,5	8,5	2,9	1,0	1,7
Polen	0,1	2,5	3,0	3,5	11,4	3,6	5,0	3,0
Tschechien	0,0	1,0	2,3	2,7	10,7	2,4	2,5	2,3
Ungarn	-0,8	0,5	2,3	3,3	17,6	3,7	4,0	3,5
Großbritannien	0,4	0,8	1,2	1,5	7,3	2,5	2,5	2,5
Schweiz	1,2	1,0	1,0	1,2	2,1	1,1	0,8	1,0
USA	2,9	2,8	2,2	2,0	4,1	3,0	2,5	2,5
Japan	1,5	-0,3	1,3	0,8	3,3	2,5	2,0	2,0
Asien ohne Japan	4,9	4,4	4,1	4,1	2,0	1,7	2,1	2,5
China	4,9	5,0	4,0	4,0	0,2	0,2	1,2	2,0
Indien*	8,2	6,8	6,5	6,1	5,7	4,8	4,4	4,2
Russland	3,0	3,0	2,0	1,8	5,9	7,0	4,5	3,2
Türkei	4,5	2,4	3,7	3,5	53,9	55,0	27,0	9,0
Lateinamerika**	2,1	1,8	2,4	2,4	18,3	25,8	8,1	5,7
Brasilien	2,9	2,8	2,5	2,0	4,6	4,0	3,5	3,0
Welt	3,1	2,9	2,9	2,8	5,0	4,5	2,9	2,7

Welt: gewichtet auf PPP-Basis, ab Juni 2023 Umstellung auf Basisjahr 2017; Verbraucherpreise Welt ohne Türkei

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

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2024	Vorwoche*		Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	0	0	3,15	2,65	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	0	0	3,00	2,50	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	2	0	2,92	2,45	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-4	-8	2,67	2,30	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	2	-7	2,59	2,20	2,05	2,05	2,05
2j. Bundesanleihen	15	-2	2,24	2,00	2,00	2,10	2,10
5j. Bundesanleihen	18	-3	2,34	2,05	2,05	2,15	2,30
10j. Bundesanleihen	16	-3	2,53	2,20	2,20	2,30	2,50
2j. Swapsatz	16	-2	2,35	2,10	2,10	2,20	2,20
5j. Swapsatz	15	-2	2,39	2,20	2,20	2,30	2,45
10j. Swapsatz	12	-2	2,48	2,30	2,30	2,40	2,60
20j. Swapsatz	12	-3	2,48	2,30	2,30	2,40	2,60
30j. Swapsatz	12	-3	2,27	2,05	2,05	2,15	2,35
Fed Funds Target Rate	0	0	4,38	3,88	3,63	3,63	3,63
10j. US-Treasuries	4	-4	4,61	4,30	4,30	4,40	4,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	6,8	3,3	21.254	19.750	20.000	20.250	20.500
Euro Stoxx 50	6,3	3,4	5.206	4.900	4.950	5.000	5.050
Dow Jones	3,8	2,2	44.157	45.400	45.800	46.200	46.500
S&P 500	3,5	2,3	6.086	6.250	6.300	6.350	6.400
Nikkei 225	-0,6	3,1	39.646	39.900	40.300	40.700	41.000
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	4,5	1,1	2.648	2.571	2.571	2.545	2.545
Gold \$/Unze	5,0	2,2	2.756	2.700	2.700	2.800	2.800
Brentöl \$/Barrel	5,8	-3,7	79	80	82	82	83
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-0,5	-1,2	1,04	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	-0,1	-1,2	163	158	155	158	158
Britisches Pfund	-2,1	-0,6	0,85	0,83	0,83	0,84	0,85
Schweizer Franken	-0,4	-0,5	0,94	0,93	0,94	0,95	0,96

* 15.01.2025 ** 22.01.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory
Rentenstrategie
Aktienstrategie
Devisenstrategie, Großbritannien
Gold
Immobilien

Rohöl
Deutschland, Eurozone, Branchen

USA, China

Autoren/-innen

Dr. Gertrud R. Traud (gt) 20 24
Ulf Krauss (uk) 47 28
Markus Reinwand (mr), CFA 47 23
Christian Apelt (ca), CFA 47 26
Claudia Windt (cw) 25 00
Dr. Stefan Mitropoulos (smi) 46 19
Paul Richter (pr) 79 58
Ralf Umlauf (ru) 11 19
Dr. Stefan Mütze (smü) 38 50
Simon Azarbajani (saz) 79 76
Patrick Franke (pf) 47 38

Durchwahl 069/9132-

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 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/>